

# Opinião: Notas comerciais no financiamento de pequenas empresas

## 1. Introdução

A condução e gestão da atividade empresarial das sociedades muitas vezes esbarra em um problema conhecido de todos: o financiamento. Trata-se de uma questão inerente a qualquer tipo de empreendimento econômico, independente do seu porte, mas que, sem dúvidas, atinge de forma ainda mais considerável as pequenas sociedades empresárias. Muitas vezes profissionais e empreendedores se reúnem para desenvolver ideias ou projetos com enorme potencial, mas que acabam muitas vezes nem começando ou perdendo fôlego por causa da falta de capital das partes envolvidas, já que muitas vezes o crescimento dessas empresas acaba ficando ligado ao seu próprio poder financeiro ou dos seus sócios[1].

## 2. Panorama sobre investimentos

Mais comumente, quando se pensa em financiamento de sociedades empresárias, especialmente aquelas de pequeno porte, logo vem em mente a busca por linhas de créditos em bancos, ou, mais recentemente, principalmente no mundo das *startups*, a busca por um investidor-anjo. Contudo, ambas as opções possuem impactos na saúde financeira ou no futuro das sociedades que trazem certos questionamentos e que merecem destaque.

A primeira opção, de recorrer a instituições buscando alguma forma de financiamento, é sem dúvidas aquela que traz mais riscos e custos para uma empresa. Sendo certo que as taxas de juros para pessoas jurídicas no Brasil têm caído nos últimos meses, chegando ao menor patamar dos últimos cinco anos[2], ainda assim, são bastante elevadas. Em média, pode se verificar uma taxa de juros anual acima de 50%, o que encarece sobremaneira o “preço” do financiamento. Além disso, sobre os valores emprestados por bancos às sociedades empresárias incidem vários encargos, que compõem o Custo Efetivo Total (CET) [3] de uma operação.

O CET corresponde ao índice que considera todos os encargos, taxas, tributos e despesas incidentes nas operações de crédito. O principal custo da operação de crédito é a taxa de juros cobrada pela instituição financeira. No entanto, quando são acrescidos os tributos, tarifas, seguros, custos relacionados a registro de contrato e outras despesas cobradas na operação, a taxa real da operação aumenta.

O tributo incidente sobre esse tipo de operação é o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF), que tem como fato gerador a disposição ao tomador da quantia contratada e, como contribuinte, as pessoas físicas ou jurídicas tomadoras do crédito. Em se tratando de mutuários pessoas jurídicas, o IOF incide à alíquota de 0,0041% ao dia sobre o valor entregue ou colocado à sua disposição e à alíquota adicional de 0,38%, independentemente do prazo da operação, seja o mutuário pessoa física ou pessoa jurídica.

Juntamente com esses encargos as instituições financeiras costumam atrelar o financiamento de uma empresa com a necessidade de apresentação de garantias das mais diversas naturezas. Nesse contexto, observa-se, muitas vezes, a exigência de apresentação de garantias que acabam sendo fidejussórias, que leva a uma implicação pessoal dos sócios em relação a esses empréstimos e aumenta sobremaneira os riscos envolvidos no negócio.

Por outro lado, principalmente na realidade das *startups*, tem sido bastante comum a busca da capitalização através dos chamados investidores-anjos. Nessa modalidade de financiamento, a empresa recebe o aporte de um investidor por troca de uma participação na sociedade, que normalmente varia entre 5% a 10% de *equity*<sup>[4]</sup>. Trata-se de uma inegável forma eficiente de capitalização das pequenas sociedades empresárias, já que o risco do financiamento em si, para os detentores da atividade empresarial, é muito reduzido.

Porém, muitas vezes essa modalidade de capitalização pode trazer problemas, uma vez que uma parte da sociedade será cedida a um terceiro, o investidor-anjo. Nesse sentido, é possível ocorrer uma redução da autonomia gerencial daqueles que constituíram a sociedade originalmente, já que o investidor pode acabar fazendo algumas exigências, uma vez que ele passa a ser sócio da empresa.

Além disso, muitas vezes a entrada do investidor-anjo como sócio se dá tão logo o investimento é realizado, o que pode trazer problemas societários no futuro, já que os sócios podem não se conhecer tão bem logo no início dessa relação. Por fim, um último problema nessa modalidade de financiamento está relacionado com a natureza do aporte realizado pelo investidor-anjo, que normalmente pode se dar de duas formas: a) compra de participação societária ou b) aumento do capital social e posterior integralização.

Na primeira opção, é particularmente preocupante a questão fiscal envolvendo o eventual ganho de capital verificado pelos sócios que venderem a participação societária. O ganho de capital corresponde à diferença positiva entre o valor de alienação das quotas e o respectivo custo de aquisição. Dessa forma, sobre essa diferença incide o Imposto de Renda, atualmente caracterizado, neste caso, pela progressividade, ou seja, cuja alíquota aumenta à medida que o ganho se revela maior, conforme estabelece a Lei 8.981/95:

- a) 15% sobre a parcela dos ganhos que não ultrapassar R\$ 5 milhões;
- b) 17,5% sobre a parcela dos ganhos que exceder R\$ 5 milhões e não ultrapassar R\$ 10 milhões;
- c) 20% sobre a parcela dos ganhos que exceder R\$ 10 milhões e não ultrapassar R\$ 30 milhões;
- d) 22,5% sobre a parcela dos ganhos que ultrapassar R\$ 30 milhões.

Além disso, o dinheiro investido pelo investidor-anjo, nesse caso, será direcionado aos titulares das quotas, e não à empresa investida, podendo ser verificados diversos entraves práticos para que tal valor seja efetivamente transferido para a sociedade empresária.

Já na segunda opção os custos e riscos apontados acima ficam mitigados, pois não incide imposto sobre a integralização, através de dinheiro em espécie, do capital social de sociedades empresárias. Um problema de natureza prático pode, contudo, ser verificado, uma vez que o aumento do capital social e a integralização pelo investidor-anjo poderá trazer um desequilíbrio nas participações societárias, já que os sócios não terão condições de acompanhar essa subida de capital. Considerando que a sociedade precisa de um investidor externo para possibilitar o seu desenvolvimento, certamente os sócios não possuem reservas para integralização do capital social aumentado, o que fará com que o investidor-anjo fique com uma participação societária majoritária.

Sendo certo que alguns desses problemas apontados podem ser afastados caso o investimento seja feito

através de instrumentos conversíveis ou contratos híbridos[5], ainda assim não parece que todos eles sejam mitigados. Nesse sentido é que se cogita a adoção de um outro mecanismo de financiamento por essas empresas.

### 3. As notas comerciais

A nota promissória comercial, também conhecida pelo seu nome em inglês, *commercial paper*, recentemente passou a ter relevância no mercado brasileiro, cuja natureza se assemelha a das debêntures, sendo um título que confere um direito creditício de uma empresa ao investidor, geralmente com remuneração pós-fixada (CDI ou IPCA+juros)[6]. Usualmente pensa-se em notas comerciais como um instrumento de captação a curto prazo de sociedades por ações, mas nada impede que sociedades limitadas também emitam esse título, já que a Comissão dos Valores Mobiliários (CVM), desde 2015, expressamente reconheceu essa possibilidade, através da publicação da Instrução CMV 566/2015[7].

A mencionada instrução disciplina a emissão pública das notas comerciais, estabelecendo, entre outras regras, que o prazo de resgate não pode ser superior a 360 dias e que a data de vencimento de cada série deve ser necessariamente única. Para que esse tipo de título seja emitido, é necessário que haja uma expressa autorização no contrato social da sociedade, e como principais requisitos de validade da nota comercial, conforme previsto no artigo 7º da instrução, é possível mencionar:

- a) o valor da emissão e a seriação;
- b) o valor nominal da nota;
- c) a previsão dos juros, encargos e fator de atualização;
- d) prazo de vencimento e local de pagamento;
- e) garantias;
- f) entidades administradoras de mercado organizado em que serão negociadas etc.

A emissão de notas promissórias comerciais de forma pública, contudo, traz diversas obrigações acessórias relacionadas com a CVM, além de um custo elevado, já que existe a necessidade, por exemplo, de registro da oferta pública e contratação de entidade intermediadora, conforme previsto nos artigos 9º e seguintes da instrução. Por outro lado, importante salientar que fica dispensado o registro na Junta Comercial, o que traz uma inegável vantagem desse título em relação às debêntures[8]. Mas, alternativamente, cogita-se a possibilidade de emissão privada dessa espécie de título, o que, inegavelmente, traria um dinamismo aliado a uma redução dos custos para a obtenção do financiamento.

A CVM, até o presente momento, não se pronunciou sobre essa possibilidade, mas é certo dizer que a possibilidade de emissão privada de valores mobiliários, como debêntures, já foi reconhecida na Instrução CVM 476/2009[9]. Nesse sentido, não parece existir óbices para a emissão privada de notas comerciais pelas sociedades empresárias limitadas.

As pequenas empresas e *startups*, portanto, podem se utilizar desse interessante mecanismo de financiamento. Para tanto, é preciso que o título emitido observe os requisitos de validade mencionados acima. Além disso, também devem ser observados aqueles previstos na legislação brasileira sobre o assunto e mais especificamente no artigo 75 da Lei Uniforme de Genebra (Decreto 57.663/66). Deve, portanto, ser incluída a expressa menção à natureza do título, ou seja, que seja informado de que se trata de uma “nota promissória comercial”, bem como o nome da pessoa que receberá a ordem de pagamento e a assinatura do subscritor do título.

Do ponto de vista negocial e societário, esse título traz diversas vantagens em relação às formas de financiamento mencionadas acima. A nota promissória comercial emitida de forma privada permite aos sócios que desejam capitalizar a sociedade uma maior liberdade, podendo negociar diretamente com o investidor as taxas de juros, se livrando, por exemplo, dos altos índices praticados pelas instituições financeiras. Além disso, evita-se uma perda do controle societário da empresa, que pode ocorrer quando se recorre ao investidor-anjo. Como o investimento não é necessariamente baseado em *equity*, a participação societária dos sócios desenvolvedores da atividade empresarial pode ficar intacta, o que é inegavelmente interessante para eles.

Da mesma forma, a nota comercial acaba sendo bastante interessante para o investidor. Primeiramente porque ele poderá negociar o seu rendimento de forma livre com os sócios da empresa investida. Ao mesmo tempo terá um título com força executiva para garantir seu retorno e poderá, adicionalmente, exigir um reforço na garantia. Permite, ainda, que o investidor faça investimentos periódicos, e com isso ele e os sócios possam ir aos poucos se conhecendo e diminuindo a assimetria informacional existente [\[10\]](#), para que, ao fim, possa haver uma eventual troca do valor de retorno por uma participação societária.

Do ponto de vista tributário, a nota comercial também traz grandes vantagens. Por ser um título privado emitido por instituição não financeira, de renda pré ou pós-fixada, a tributação da nota comercial é equivalente à tributação dos demais títulos disponíveis no mercado de renda fixa, a exemplo da letra de câmbio e das debêntures. Sobre os rendimentos do investimento (independentemente de ser remuneração pré ou pós-fixada) incide o Imposto de Renda Retido na Fonte, quando do seu regaste, cuja alíquota varia de acordo com o tempo da "aplicação". Como, no caso, o prazo máximo da "aplicação" é de 360 dias, temos duas alíquotas "disponíveis":

- a) 22,5% para aplicações com prazo de até 180 dias; ou
- b) 20% para aplicações com prazo entre 180 e 360 dias.

Em relação ao IOF, apesar da emissão de nota promissória configurar hipótese de incidência da aludida, nas aplicações superiores a 30 dias, a alíquota é reduzida a 0. Neste ponto, destaca-se que, a despeito de o efeito prático da alíquota 0 ser igual ao da isenção, tecnicamente, são institutos diferentes. Por fim, cumpre mencionar que sobre a emissão privada das notas comerciais por instituição não financeira não há que se falar na incidência da taxa que a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CDLC) cobra para manter e guardar seus títulos, bem como para disponibilizar as informações e movimentações dos saldos. Nem, tampouco, da taxa de serviço cobrada pelos agentes de custódia, que são as corretoras de valores mobiliários.

#### 4. Conclusão

O desenvolvimento de qualquer tipo de atividade empresarial sempre dependerá de capital, que normalmente é bastante difícil para as pequenas empresas e as *startups*. Algumas formas de financiamento, como empréstimos bancários e investidores-anjos, são bastante difundidos e de fácil obtenção por essas sociedades. Contudo, esses financiamentos trazem alguns custos e riscos para os sócios e para a própria sociedade que não são bem-vindos. Nesse contexto é possível apontar a emissão privada de notas comerciais como uma alternativa eficiente e segura de capitalização das pequenas empresas.

Essa espécie de título é particularmente eficiente para o financiamento de curto prazo, ou seja, até 360 dias, sendo interessante tanto para a empresa e seus sócios quanto para os investidores. As partes podem livremente definir a forma de remuneração do capital investido, bem como a forma de devolução. Além disso, esse título acaba tendo uma forma de tributação relativamente simples, e não tão alta como outras opções. É, portanto, uma forma de financiamento especialmente eficaz, pois, a baixos custos, podem ser verificados ganhos para a pequena empresa, para os sócios e para o investidor.

[1] GÓES, Gabriela Andrade, *Obstáculos ao Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio do Mercado de Ações no Brasil*. 116 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas São Paulo (FGV-SP), São Paulo, 2018, p. 23. Acesso em:

<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/24013>

[2] <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/01/08/taxas-de-juros-caem-pelo-10o-mes-seguido-aponta-anefac.ghtml>

[3]

[https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fbc\\_aten](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fbc_aten)

[4] <https://www.startse.com/noticia/investimentos/46047/investidor-anjo>

[5] FONSECA, Victor Cabral; DOMINGUES, Juliana Oliveira. Financiamento de startups: aspectos econômicos dos investimentos de alto risco e mecanismos jurídicos de controle. *Rev. Direito Econ. Socioambiental*, Curitiba, v. 9, n. 1, p. 319-354, jan./abr. 2018, p. 332-344.

[6] <https://carodineiro.blogfolha.uol.com.br/2012/10/23/498>

[7] Instrução CMV 566/2015. Acesso: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst566.html>

[8] PESSOA, Fernanda de Souza Leão. A Oferta Pública de Notas Promissórias como alternativa de captação de recursos em um cenário econômico de recessão. In: *Migalhas*, acesso em [https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI230533,81042-](https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI230533,81042-A+Oferta+Publica+de+Notas+Promissorias+como+alternativa+de+captacao)

[A+Oferta+Publica+de+Notas+Promissorias+como+alternativa+de+captacao](https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI230533,81042-A+Oferta+Publica+de+Notas+Promissorias+como+alternativa+de+captacao)

[9] Instrução CVM 476/2009. Acesso em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>

[10] FONSECA, Victor Cabral; DOMINGUES, Juliana Oliveira. Financiamento de startups: aspectos econômicos dos investimentos de alto risco e mecanismos jurídicos de controle, p. 346-347.