

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO
LEANDRO JOSIAS SATHLER BERBERT

O MERCADO DE *COMMERCIAL PAPERS* NO BRASIL

Rio de Janeiro

2010

O MERCADO DE *COMMERCIAL PAPERS* NO BRASIL

Leandro Josias Sathler Berbert

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Administração

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal

Rio de Janeiro

2010

B482 Berbert, Leandro Josias Sathler.

O mercado de *Commercial Papers* no Brasil. / Leandro Josias Sathler Berbert. – 2010.

50 f.

Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro, 2010.

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal

1. Mercado de capitais brasileiro. 2. Títulos privados de renda fixa.
3. Administração - Teses. I. Leal, Ricardo Pereira Câmara. (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto COPPEAD de Administração. III. Título.

CDD 332.6

O MERCADO DE *COMMERCIAL PAPERS* NO BRASIL

Leandro Josias Sathler Berbert

Dissertação Submetida ao corpo docente do Instituto COPPEAD de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), como parte dos pré-requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre.

Aprovada por:

Prof. Ricardo Pereira da Câmara Leal
COPPEAD-UFRJ

Prof. Vicente Antonio de Castro Ferreira
COPPEAD-UFRJ

Prof. Eduardo Camilo da Silva
UFF

Rio de Janeiro

2010

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais pelo incentivo e apoio incondicional nessa etapa da vida. Sempre estiveram do meu lado e essa presença me torna mais leve para traçar e alcançar objetivos ousados. Também aos meus irmãos de cujo suporte foi fundamental. À minha unida família, que esteve sempre do meu lado, sendo compreensiva nos momentos de ausência. Aos amigos cuja atenção teve que ser dividida, mas o carinho permaneceu inalterado. Agradeço também à Tati, que com todo o seu carinho e presença teve importância única nessa conquista.

Agradeço ao meu orientador Ricardo Leal, aos demais professores e também aos funcionários do COPPEAD. As amizades e aprendizados proporcionados pelo convívio intenso nesse período de mestrado serão carregados para o resto da vida. Muitos participaram desta conquista, mas gostaria de citar o nome de alguns que, sem os quais, essa etapa seria mais difícil e menos valiosa. Obrigado Conrado, Daniel, Nakamura e Pedro.

RESUMO

O mercado de capitais brasileiro tem se desenvolvido de maneira significativa na última década. Nesse sentido, amplia-se a possibilidade de acesso ao capital por parte das empresas brasileiras, bem como a necessidade de produtos adequados à demanda dos investidores. O estudo em questão tem como objetivo analisar um dos principais veículos de investimento do mercado de capitais brasileiro, os *Commercial Papers*. São estudadas as principais características dos títulos em questão, tendo como base as emissões registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no período de 1999 a 2009. As informações levantadas se referem aos volumes de emissão, prazos, destinação dos recursos captados, setores emitentes entre outros. Os principais resultados da pesquisa apontam para a importância dos CP no mercado de capitais brasileiro, para a escassez de recursos de longo prazo no período estudado e para a dificuldade de emissão de CP por parte das pequenas empresas.

Palavras-chave: Mercado de Capitais Brasileiro. Títulos Privados de Renda Fixa. Dívida de Curto Prazo.

ABSTRACT

The Brazilian capital market has developed significantly over the last decade. In this sense, extends the possibility of access to capital by Brazilian companies, as well as the need for appropriate products to the demand of investors. This study aims to examine one of the major investment vehicles in the Brazilian capital market, the Commercial Papers. The features of the referred Securities are studied based on the emissions registered in the Brazilian Securities Commission (CVM) in the period of 1999 to 2009. The information raised concern the issue volumes, maturity, allocation of funds raised, sectors issuers and others. The main results of the study point to the importance of CP in the Brazilian capital market, the shortage of long-term funds in the period studied and the difficulty of issuing CP for small businesses.

Key-words: Brazilian Capital Markets. Private Fixed Income Securities.
Short Term Debt.

SUMÁRIO

Introdução	9
1. Revisão de Literatura	11
1.1 Estrutura de Capital	11
1.1.1 Perfil de Endividamento das Empresas no Brasil.....	11
1.1.2 Financiamentos de Curto Prazo no Brasil	15
1.2 <i>Commercial Papers</i>	20
1.2.1 Definição de <i>Commercial Papers</i>	20
1.2.2 História	21
1.2.3 <i>Commercial Paper</i> no Brasil.....	23
2. Dados	28
3. Análise dos Resultados	29
3.1 Volume de Emissão	29
3.2 Prazos das Emissões	32
3.3 Destinação dos Recursos	34
3.4 Setores, Subsetores e Segmentos das Empresas Emissoras.....	36
3.5 Garantias nas Emissões	38
3.6 Líderes de Emissão	39
3.7 Remuneração dos Títulos de <i>Commercial Papers</i>	40
3.8 Comissões Pagas pelos Emissores de <i>Commercial Papers</i>	42
3.9 Correlações do Volume de Emissão de <i>Commercial Papers</i> com Variáveis Macroeconômicas.....	43
4. Conclusões.....	45
5. Referências Bibliográficas	47

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Emissão de Valores Mobiliários no Brasil (R\$ Mil).	29
Tabela 2: Destinação dos Recursos Captados através das Emissões de <i>Commercial Papers</i> no Brasil (1999-2009).....	36
Tabela 3: Setores de Emissão de <i>Commercial Papers</i> no Brasil – Percentual do Número de Emissões (1999-2009).....	37
Tabela 4: Bancos Líderes de Emissões de <i>Commercial Papers</i> no Brasil (1999- 2009).	40
Tabela 5: Comissões Pagas pelos Emissores de <i>Commercial Paper</i> no ano de 2009.	43
Tabela 6: Correlação entre os Dados Trimestrais de Volume de Emissão e Variáveis Seleccionadas.	44

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Volume Médio e Número de Emissores de <i>Commercial Papers</i> no Brasil (1999-2009).....	31
Figura 2: Volume Total x 3 Maiores Emissões de <i>Commercial Papers</i> no Brasil (1999-2009).....	32
Figura 3: Prazo de Vencimento em Dias das Emissões de <i>Commercial Papers</i> no Brasil (1999-2009).....	33
Figura 4: Garantias nas Emissões de <i>Commercial Papers</i> no Brasil (1999-2009).39	
Figura 5: Remuneração (%DI) dos <i>Commercial Papers</i> emitidos no ano de 2009.	41
Figura 6: Remuneração (sobretaxa) dos <i>Commercial Papers</i> emitidos no ano de 2009.	42

Introdução

As decisões relativas à estrutura de capital de uma empresa são em grande parte justificadas pelo conjunto de decisões de investimento tomadas por esta. Ademais, devem ser consideradas as diversas combinações de fontes de financiamentos (lançamento de ações, retenção de lucros e utilização de recursos de terceiros, de curto e longo prazo) de maneira a otimizar (diminuir) o custo ponderado de capital da companhia. Todavia, cenários macroeconômicos adversos, e decisões estratégicas arrojadas, podem influenciar bruscamente a disponibilidade e necessidade de recursos, fazendo com que os gestores financeiros lancem mão dos mais variados instrumentos oferecidos pelo mercado.

A presente dissertação tem como objetivo investigar as principais características de um importante veículo de financiamento do mercado brasileiro, o *Commercial Paper* (CP). Utilizados principalmente por grandes empresas, os CP são títulos privados de renda fixa, e têm como principal função, prover recursos de maneira ágil para períodos de curta duração.

Através da identificação de aspectos como os vencimentos e volumes médios, principais líderes de emissão, destinação dos recursos captados, remuneração do título entre outros, é possível a construção de um perfil das emissões de CP no Brasil.

Outro importante ponto dessa pesquisa diz respeito à análise dos principais aspectos legais específicos aos CP e do ambiente regulatório brasileiro. Por fazer parte de um mercado de capitais ainda em desenvolvimento, os *Commercial Papers*, bem como os demais títulos privados do país, se mostram bastantes sensíveis às incertezas de escopo jurídico-legal. É nesse contexto de um mercado de capitais em desenvolvimento que se busca um maior entendimento sobre as

características desse mercado, o qual já se mostra importante, além de apresentar um potencial de crescimento bastante elevado.

Há de se investigar a evolução dos *Commercial Papers* frente a vários fatores que são fundamentais quanto à decisão de emissão. Fatores como a estabilidade econômica experimentada pelo Brasil nos últimos anos, alterações regulamentares específicas do mercado de capitais brasileiro e também a necessidade corporativa de financiamento. O trabalho ora proposto será de caráter descritivo, com a intenção de resumir e tabelar os principais aspectos relativos aos CP, bem como a sua evolução com o passar do tempo.

Os resultados deste trabalho são relevantes no sentido de prover uma ampla gama de informações acerca de um importante instrumento do mercado de capitais brasileiro. Ao contrário do mercado de ações, e mesmo do mercado de debêntures, os quais apresentam um maior grau de desenvolvimento, o mercado de *Commercial Papers* carece de informações, pesquisas e discussões, os quais possam guiar emissores, investidores e reguladores deste mercado.

A dissertação está organizada da seguinte forma. O capítulo 1 tem como tema o referencial teórico do assunto, abordando desde uma breve revisão acerca da estrutura de capital até a definição de *Commercial Paper*, sua história e a experiência brasileira. Já o capítulo 2 mostra a metodologia utilizada na pesquisa, bem como a descrição dos dados então utilizados, enquanto o capítulo 3 apresenta os principais resultados do trabalho. Finalmente, o capítulo 4 fornece as principais conclusões obtidas.

1 Revisão de Literatura

1.1 Estrutura de Capital

As decisões de investimentos não devem ser tomadas sem que sejam considerados os custos de financiamento, provenientes da utilização mista de capital de terceiros e de capital próprio. Por conseguinte, é evidente a importância das decisões de financiamento na Teoria de Finanças. Como resultado da importância da estrutura de capital na geração de valor de um projeto ou empresa, é vasta a literatura sobre o tema. Entretanto, o foco da revisão de literatura em questão é abordar os trabalhos relacionados ao financiamento corporativo no Brasil, em especial o de curto prazo, além das pesquisas nacionais e internacionais acerca do papel desempenhado pelos *Commercial Papers* no financiamento da atividade empresarial.

1.1.1 Perfil de Endividamento das Empresas no Brasil

É notório o desenvolvimento recente observado no mercado de capitais brasileiro. Todavia, as dificuldades econômicas, políticas e relacionadas ao arcabouço jurídico experimentadas pelo país nas últimas décadas, ainda apontam incertezas sobre o ambiente de investimento, comprometendo o acesso crédito no país. Apesar do desempenho positivo de empresas e da economia brasileira nos últimos anos, e da atração de um volume elevado de investimento estrangeiro, o mercado de capitais brasileiro ainda desponta como um mercado em evolução, sofrendo alterações regularmente, principalmente no tocante aos aspectos regulatórios.

A seguir são apresentados trabalhos acerca das características de financiamento corporativo. As principais conclusões dos estudos até então desenvolvidos apontam para uma utilização excessiva de capital de curto prazo em detrimento

dos instrumentos de longo prazo. Em especial para empresas de pequeno e médio porte, com exceção, de linhas especiais de financiamento, como aquelas oferecidas por bancos de desenvolvimento e agências de fomento, o acesso ao crédito de vencimento estendido, apesar de evolução recente, ainda é escasso. As taxas de juros cobradas pelos bancos comerciais são demasiadamente elevadas e, em função do pequeno volume, os custos para utilização de instrumentos que permitam captação de recursos no mercado são proibitivos. Outro ponto estudado pelos autores diz respeito à relação entre governança corporativa e endividamento. Baixos níveis de governança corporativa dificultam tanto a captação de recursos na forma de capital próprio quanto o acesso a dívidas de longo prazo. Como consequência, as empresas contraem maior quantidade de dívida de curto prazo.

Leal e Saito (2003) revisam os principais trabalhos nacionais que perpassam pela determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras, abordando aspectos como a governança corporativa, a emissão de títulos de dívida, política de dividendos e recompra de ações. Os autores ressaltam a escassez de financiamentos de longo prazo para uma ampla gama de empresas e expõem que as companhias geralmente se financiam via lucros retidos, emissões de dívida e emissões de ações, nessa ordem.

Estudando o perfil de endividamento de empresas brasileiras, Brito e Lima (2005), após a análise de dados no período entre 1995 e 2001, apontam que as empresas privadas nacionais se endividam mais que as empresas estrangeiras e as públicas, e que o fazem através do uso intensivo de dívida de curto prazo.

A hipótese levantada por Brito e Lima (2005) corrobora as conclusões de La Porta et al. (1998). Segundo estes, por diversos fatores, o país se encontra em uma posição desprivilegiada no que se refere aos níveis de governança corporativa. Como consequência de uma pior governança e custos esperados de agência, as empresas não têm apenas custos de capital de terceiros mais elevados, mas também maiores custos nas formas de aporte em que o investidor fica mais sujeito

a expropriação. Assim sendo, em consonância com Leal e Saito (2003), as empresas privadas nacionais estão sujeitas a apresentar prioridade no financiamento por recursos internos, dívida de curto prazo, dívida de longo prazo e emissões de ações, respectivamente.

Ainda nesse sentido, Carvalhal da Silva (2002), ao analisar dados de 2000, encontra uma relação estatisticamente negativa entre controle e propriedade e estrutura de capital das empresas brasileiras. O estudo aponta que empresas com grande concentração de votos têm alto nível de alavancagem; empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa (recebimentos de dividendos) têm baixo nível de alavancagem; empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa nas mãos dos controladores têm alto nível de alavancagem. Ademais, são destacadas evidências de que empresas controladas pelo governo tendem a ser menos alavancadas, em linha com os resultados encontrados por Brito e Lima (2005).

Em pesquisa realizada com uma amostra contendo empresas do Brasil e demais países emergentes, Glen e Singh (2004) constatam que, a despeito de apresentarem menor utilização de passivos de longo prazo, tais países apresentam índices de endividamento total mais elevados do que os observados em países desenvolvidos. Segundo os autores, tal conclusão reforça a relevância dos instrumentos de dívida de curto prazo na estrutura de capital nos países emergentes. Outra constatação realizada pelos autores é de que as empresas maiores apresentam maiores níveis de endividamento.

Outros aspectos relativos ao endividamento no país são proferidos por Fan e Alli (2006) apud Leal e Carvalhal da Silva (2007). Alguns dos resultados são: maiores montantes relativos de depósitos bancários implicam em maiores endividamento de curto prazo; em países que o estado detém o controle de bancos, maior é a tendência de endividamento de longo prazo; quanto maior credibilidade e empenho da esfera jurídica na resolução de conflitos, maior a possibilidade de contratação de dívidas de longo prazo. Além disso, os autores constatam que a

emissão de ações em um ambiente de corrupção elevada é mais cara e complicada, o que implica na não distribuição desses lucros, e utilização nas necessidades de financiamento. Este último desponta como mais um argumento eleito a justificar o autofinanciamento característico das empresas brasileiras.

Leal e Carvalhal da Silva (2007) discutem acerca do financiamento via mercado *versus* o financiamento bancário no Brasil. Os autores ressaltam que, ao mesmo tempo em que as emissões de títulos de dívidas e de ações são limitadas, o crédito bancário é escasso e de curto prazo, excetuando programas marcados pelo suporte governamental, como os do BNDES. Os autores ressaltam a dominância da utilização do capital próprio, através dos lucros retidos, como forma de financiamento, e expõem como possível justificativa para o fato a falta de acesso ao capital de terceiros.

No intuito de investigar os determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras, Perobelli e Famá (2002), utilizando análise fatorial para examinar os efeitos do tamanho, tangibilidade, crescimento, risco e subsetor industrial, concluem que o endividamento de curto prazo está negativamente relacionado a tamanho, crescimento e lucratividade. Ademais, o estudo revela que à medida que as empresas crescem, tendem a utilizar uma menor proporção de capital de curto prazo. No que se refere à lucratividade, constata-se que as empresas com elevada razão Receita Líquida/Ativo Total tendem a ser menos endividadas no curto prazo do que aquelas com uma baixa razão Receita Líquida/Ativo Total. Segundo Brito e Lima (2003), a teoria de custos de agência parece explicar a relação negativa entre o nível de endividamento e crescimento observada por Perobelli e Famá (2002). Ressalta-se que tal resultado é compatível com os verificados por Gomes e Leal (2001). Já no que se refere ao fator lucratividade, a teoria das fontes de financiamento parece justificar sua relação negativa com endividamento. Para a pesquisa supracitada, Perobelli e Famá (2002) utilizaram dados para os anos de 1995 e 2000.

Em pesquisa realizada com base amostral de 6.396 empresas referente ao período de 2000 a 2004, de capital aberto e fechado, Leandro (2006) verifica que a média de endividamento total das empresas brasileiras é de 44,4% do ativo. Segundo o autor, o endividamento de curto prazo corresponderia a 35,7% do ativo total, enquanto o endividamento de longo prazo representaria apenas 8,7% do ativo total das empresas. A pesquisa também apresenta evidências de que empresas de capital aberto tendem a possuir menos endividamento de curto prazo, mais endividamento de longo prazo e menos endividamento total.

Ainda visando analisar o perfil de endividamento das empresas brasileiras, um estudo realizado pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi), utilizando dados de 629 empresas brasileiras negociadas em bolsas, concluiu que de 44,8% das dívidas são de curto prazo. Os dados da pesquisa estão compreendidos entre o início de 2005 e o primeiro semestre de 2009. A proporção se demonstra bastante elevada quando comparada com países como México (35,3%) e Estados Unidos (17,7%).

1.1.2 Financiamentos de Curto Prazo no Brasil

São diversas as alternativas de financiamento de curto prazo utilizadas pelas empresas no país, compreendendo o financiamento bancário, crédito de fornecedores, emissão de títulos de dívida e *factoring*. O financiamento bancário desponta como uma relevante fonte provedora de recursos para as empresas nacionais.

1.1.2.1 Financiamento Bancário

Abaixo se encontram as mais representativas linhas de financiamento oferecidas pelos bancos atuantes no Brasil, além de informações relativas aos volumes e taxas praticadas. A fonte das informações numéricas é o Banco Central do Brasil,

sendo que os dados médios do ano de 2009 se referem ao período de janeiro a novembro do mesmo ano.

Capital de Giro

As linhas de capital de giro são oferecidas por quase a totalidade dos bancos comerciais brasileiros e são sistematicamente utilizadas pelas empresas. Principalmente no que se refere às empresas de pequeno e médio porte, a dificuldade de se financiarem com instrumentos de dívida de longo prazo, faz o uso de linhas de curto prazo, como as de capital de giro, uma medida amplamente adotada (CARVALHO e ABRAMOVAY, 2004).

As linhas de capital de giro têm se expandido de maneira significativa na última década, e apresentaram, em média, um volume total de crédito de R\$ 135.251 milhões e R\$ 187.944 milhões, para os anos de 2008 e 2009, respectivamente. As taxas de juros prefixadas médias praticadas foram de 32,83% ao ano para 2008 e 32,71% ao ano para 2009. Todavia, a amplitude do intervalo em que se distribuem as taxas é bastante elevada. Exemplificando, para o ano de 2009 a taxa média da instituição financeira de juros mais baixos foi de 0,92% (equivalente a 11,6% ao ano) para as taxas prefixadas, ao passo que a taxa cobrada pela instituição que mais cobrou foi de 4,57% ao mês (equivalente a 71% ao ano). Entre os motivos para tal discrepância estão não apenas o porte, a capacidade de pagamento e perspectivas para determinadas empresas, mas também a atuação de linhas de capital de giro oferecidas por bancos de desenvolvimentos. Já o prazo médio das concessões realizadas para as linhas de capital de giro foi de 282 dias (2008) e 284 dias (2009).

Conta Garantida

A conta garantida é uma conta corrente separada, com limite de crédito de utilização rotativa, visando suprir eventuais necessidades de capital de giro das

empresas. A despeito das elevadas taxas, a conta garantida oferece à empresa tomadora de recursos uma maior facilidade de ajuste à sua necessidade de caixa.

As linhas de conta garantida apresentaram um volume médio de R\$ 45.598 milhões de crédito para o ano de 2008 e R\$ 47.041 para o ano de 2009, ao passo que as taxas de juros prefixadas médias praticadas foram de 70,19% para o ano de 2008 para 80,03% no ano de 2009. No que se refere aos prazos médios das operações contratadas, estes foram de 22 dias em 2008 e 23 dias em 2009.

Vendor

O *Vendor* é uma operação de financiamento baseada no princípio de cessão de crédito. A empresa vendedora faz a transferência de seu crédito ao banco, o qual, através de uma taxa de intermediação paga o vendedor a vista e financia o comprador. É importante ressaltar que o risco na operação pertence à vendedora, pois esta assumirá o compromisso de pagamento da compradora junto ao banco.

No ano de 2008 o volume médio observado nas operações de *Vendor* foi de R\$ 10.187 milhões, contra R\$ 8.727 milhões observados no ano de 2009. As taxas de juros prefixadas médias para a operação em questão foram de 19,35% ao ano em 2008 e de 17,69% ao ano em 2009. O prazo médio das operações de *Vendor* costuma variar entre dois e três meses, tendo sido de 74 dias para o ano de 2008 e de 71 dias para o período de 2009.

Desconto Simples de Duplicatas

O Desconto de Duplicatas é constituído pelo adiantamento de recursos, feito pelo banco, de maneira a antecipar o fluxo de caixa dos clientes. Na operação, o banco possui o direito de regresso, ou seja, caso o sacado (responsável pelo pagamento do título) não liquide o título, cabe ao cedente (o qual efetuou a operação de desconto, cedendo ao banco o direito acerca do recebimento do título) assumir a

responsabilidade sobre a dívida. Geralmente são estabelecidos limites mínimos e máximos de vencimento dos títulos para que estes se enquadrem na operação de desconto.

Com relação ao volume de operações de crédito dessa modalidade, o volume médio observado foi de R\$ 13.827 milhões para 2008 e de R\$ 14.501 milhões para o ano de 2009. As taxas médias das operações prefixadas foram de 41,10% ao ano para 2008 e 41,60% em 2009. O prazo médio para operações contratadas foi de 41 e 43 dias, para 2008 e 2009, respectivamente.

Export Notes

Export Notes é a denominação utilizada para os contratos de cessão de crédito de exportação. Securato et al. (2008) definem a operação como aquela em que o exportador fecha um contrato de exportação e, visando obter recursos que lhe permita realizá-la, transfere o direito da venda ao investidor, recebendo, em contraparte, os reais equivalentes ao valor da operação em moeda estrangeira. A garantia da operação é efetuada pela emissão, por parte do exportador, de uma nota promissória, em favor do investidor, no valor da venda em moeda estrangeira em que foi fechado o contrato.

A remuneração do investidor advém de um desconto sobre o valor nominal da nota promissória, retendo na fonte o IR (Imposto de Renda) da operação. Os autores supracitados ainda ressaltam que as *Export Notes* atuam como um hedge cambial, protegendo o lançador das oscilações do câmbio. Por tal razão, o investimento pode ser uma alternativa interessante para empresas que possuam dívida denominada em moeda estrangeira.

ACC (Adiantamento sobre contrato de câmbio)

Segundo descrição do Banco Central do Brasil, os Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio constituem na antecipação parcial ou total em moeda nacional da moeda estrangeira comprada por banco autorizado a operar em câmbio para entrega em momento futuro para o cliente. A grande maioria desses adiantamentos é decorrente de contratos de câmbio de exportação.

Em média, os contratos são formalizados em 120 dias e a remuneração pode ser pré ou pós-fixada, geralmente indexada à Taxa Referencial (TR) ou ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI), acrescido de um *spread*. O prazo de vencimento do instrumento é de no máximo 360 dias e o volume médio das operações de ACC tem sido bastante relevante, passando de R\$ 34.612 no ano de 2008 para R\$ 40.480 no ano de 2009.

Hot Money

Securato et al. (2008) definem *Hot Money* como um empréstimo de curtíssimo prazo visando atender as necessidades imediatas de capital de giro das empresas, sem um caráter contratual complexo. O prazo concedido para tal modalidade de empréstimo varia de 1 a 29 dias.

A taxa utilizada na modalidade em questão tem como base o CDI (Certificado de Depósito Interbancário) e é acrescida dos custos fiscais e *spreads* cobrados pelos bancos. Tal taxa costuma ser repactuada diariamente e, por isso, costuma ser expressa na linguagem de “taxa over”. A cada repactuação ocorre a incidência de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) sobre o valor inicial da operação diária.

No que tange ao volume, as operações de *Hot Money* movimentaram em média, R\$ 586 milhões em 2008 e R\$ 843 milhões em 2009. As taxas prefixadas médias

praticadas foram de 52,27% e 53,24% ao ano, para 2008 e 2009, respectivamente. Já o prazo médio das operações contratadas nos últimos dois anos foi de 11 dias.

1.2 Commercial Papers

A seguir são abordadas a definição de *Commercial Paper*, sua história e importância no mercado de títulos privados de renda fixa brasileiro.

1.2.1 Definição de Commercial Papers

Os *Commercial Papers* são títulos de dívida de curto prazo, de alta rentabilidade, e normalmente sem garantias (BREALEY et al., 2008). A liquidez e a reputação do emissor são os principais aspectos que guiam os investidores quanto ao aporte de tais ativos. As emissões de CP têm como objetivos predominantes o financiamento de ativos de curto prazo como estoques e o incremento do capital de giro das empresas emissoras.

Segundo Barbosa (1979) a estrutura de lançamento do título é extremamente simples, compreendendo apenas um *dealer*, o qual coloca os títulos junto aos tomadores e o agente, a quem cabe o pagamento por delegação do emitente. Há de se destacar que o agente em questão não estabelece nenhuma obrigação cambial para com os tomadores, sendo que a certeza do pagamento depende, em última instância, da situação econômica e financeira da empresa emitente no vencimento do papel. Em mercados desenvolvidos como o dos EUA, é bastante comum a supressão da figura do intermediário, fazendo a própria empresa a comercialização do título (Barbosa, 1979).

De acordo com Shen (2003), os principais investidores em *Commercial Papers* são fundos de renda fixa, companhias de seguro, fundos de pensão e grandes empresas que possuam folga de caixa. Devido à sua regulação, que estabelece

elevados valores mínimos de venda, os CP dificilmente são primariamente aportados por investidores individuais. Outro fator que atua contra a compra direta dos papéis por pequenos investidores é sua falta de liquidez. O mercado secundário pouco desenvolvido faz com que, na maioria das ocasiões, os CP constituam determinado portfólio até seu vencimento. Tal característica não se restringe apenas ao mercado brasileiro, mas também aos demais mercados do globo.

1.2.2 História

Os *Commercial Papers* foram criados nos Estados Unidos, tendo como principal objetivo a substituição dos empréstimos bancários, e, no início do século 19, já se apresentavam como um mercado relevante (BORGES e LOPES, 2001). O mercado estadunidense concentrava praticamente a totalidade dos CP até meados da década de 50, quando este passou a se difundir pelas demais partes do globo.

Segundo Borges e Lopes (2001), a falência da *Penn Central Transportation Company*, em 1970, representou um importante marco para o mercado de CP. O não cumprimento das obrigações por parte da empresa abalou o ânimo dos investidores, os quais passaram a ser mais cuidadosos com o papel, muitas vezes evitando sua renovação. É em um cenário como este que os CP passam a ser classificados pelas agências de *rating* dos EUA. De acordo com Jahl et al. (2008) a primeira classificação foi realizada pela *Moody's Investor Services*, no ano de 1971 (P para Prime. NP para Not Prime), sendo que a classificação atual passou a ser aplicada a partir de 1972, do melhor para pior, P-1, P-2, P-3 e NP.

Diversos fatores como elevações nas taxas de juros básicas dos EUA, criação de novos instrumentos financeiros (*mutual funds*), baixas taxas pagas para a distribuição do título e o próprio início da classificação dos CP por agências de *rating* citada acima, são, segundo Stigum (1990), responsáveis pelo *boom* deste

mercado na década de 70. Alimentado pelo avanço dos fundos de renda fixa e também pelo crescimento de companhias financeiras, o crescimento do volume de emissão dos *Commercial Papers*, a elevadas taxas, perdurou até o final da década de 90. Não obstante, conforme ressaltam Cintra e Cagnin (2007), a evolução do mercado de *Commercial Papers* se confunde com a tendência de substituição de empréstimos bancários por emissão de títulos corporativos.

Vários são os economistas que defendem a utilidade das taxas e dos spreads observados entre taxas de juros, no intuito de prever o rumo da economia. Nesse sentido, Bernanke (1990) testa a capacidade preditiva de oito variáveis, no que se refere à previsão de indicadores do nível de atividade econômica e da inflação. São utilizados dados do período 1961-1989, e observa-se como resultado que as taxas dos *Commercial Papers* possuem a melhor capacidade preditiva.

Entre as variáveis independentes testadas no estudo supracitado estão: taxas das debêntures de *rating* Aaa; taxas das debêntures de *rating* Bbb; taxas dos *Commercial Papers* de prazo de 6 meses; *Federal Funds Rates* e as taxas dos títulos do tesouro dos EUA com vencimentos de três meses, seis meses, um ano e dez anos. Já no que se refere às variáveis dependentes, foram utilizadas como referência para: produção industrial; taxa de desemprego; utilização da capacidade produtiva; emprego; construção de novas casas; vendas no varejo; renda pessoal; pedidos de bens duráveis; e consumo e inflação.

Como resultado da pesquisa, obteve-se o *spread* do *Commercial Paper* com prazo de seis meses em relação a títulos públicos dos EUA de igual prazo como indicador de melhor capacidade preditiva. Tais resultados são consistentes com os resultados apresentados por Stock e Watson (1989) e por Friedman e Kuttner (1989). Uma possível explicação para tal poder de explicação seria a captação de aspectos monetários e não-monetários dos fatores que afetam a economia.

No que se refere às características dos CP norte americanos, a SEC estipula um prazo de vencimento de no máximo 270 dias para os títulos. Todavia, Kahl et al.

(2008) destacam que estes apresentam prazo médio de apenas 45 dias. Ademais, constata-se uma concentração de recursos captados através dos *Commercial Papers* em poder de um pequeno número de grandes e bem estabelecidas empresas, além de que, muitas das vezes, os papéis são rolados quando de seus vencimentos.

Estudando os fatores determinantes na emissão de *Commercial Papers*, Lackman et al. (2004), em pesquisa com dados de 1962 a 2001, destacam que a busca por menores custos financeiros e expectativas referentes à estrutura a termo da taxa de juros são importantes variáveis na explicação do lançamento de CP. O trabalho também contempla a estimação de demanda dos papéis por parte de investidores individuais, companhias de seguro e empresas financeiras e não financeiras.

Também visando investigar os principais motivos que estimulam as emissões dos títulos por parte das companhias, Jahl et al. (2008) testam três hipóteses. A hipótese da flexibilidade financeira diz respeito a um possível aumento de liberdade quanto às decisões de investimento e financiamento. Já a hipótese de certificação, se refere à redução de incertezas provenientes de lançamentos de empresas bem classificadas (P-1 e P-2, segundo classificação da Moody's) ao passo que a hipótese de sazonalidade consiste na verificação se os recursos captados são utilizados no intuito de acomodar as flutuações sazonais do capital de giro da emissora. Os resultados encontrados apontam para a busca do aumento de flexibilidade financeira como a principal explicação para o lançamento do CP. Tal conclusão se fortalece quando se trata de empresas que desenvolvem suas atividades em ambientes voláteis. As demais hipóteses testadas não apresentaram resultados conclusivos.

1.2.3 Commercial Paper no Brasil

Segundo Borges e Lopes (2001), a primeira emissão de *Commercial Paper* no Brasil foi realizada pela Manesmann, a qual, no início na década 60, captava

recursos através deste instrumento, obtendo grande sucesso. Entretanto, como não havia limites de emissão vinculados ao seu balanço, o governo impossibilitou o lançamento de tais papéis, fazendo com que a empresa retornasse aos empréstimos bancários convencionais.

A despeito das negociações anteriores, o CP e sua distribuição, como notas promissórias, foram legalmente criados no país apenas no ano de 1964, em meio a uma série de medidas que dispunham sobre as instituições monetárias, bancárias e creditícias. Entre as medidas que faziam parte da Lei 4.595, de 31.12.1964 estava a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN).

O período de 1965 a 1976 foi marcado por importantes regulamentações, entretanto, o mercado brasileiro de títulos privados ainda carecia de um ambiente legal propício a sua expansão. A lei nº 6.385, de 01.12.1976, foi responsável pela criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e por uma transformação significativa no mercado de capitais brasileiro. Em função da resolução nº 1.723 do CMN (Conselho Monetário Nacional) de 1990, que passou a considerar as notas promissórias como valores mobiliários, também em 1990, a CVM veio a regulamentar as Notas Promissórias como *Commercial Papers*, através da instrução nº 134.

Diversas alterações na legislação referente à emissão de *Commercial Papers* foram efetuadas posteriormente, seja através de instruções diretamente relacionadas a esse título, seja através da regulamentação da distribuição de todos os valores mobiliários. As últimas instruções da CVM direcionadas exclusivamente aos papéis foram as instruções nº 155, de 07.08.1991, nº 292, de 15.10.1998 e nº 480, de 07.12.2009 (todas alterando a instrução nº 134). Já no tocante à regulamentação da distribuição de valores mobiliários, cujas determinações afetaram os *Commercial Papers*, estão: a instrução nº 143, de 18.04.1991; instrução nº 223 de 10.11.1994, posteriormente alterada pela instrução nº 328 em 18.02.2000; instrução nº 400, de 20.12.2003; instrução nº 429, de 22.03.2006; instrução nº 471, de 08.08.2008 e instrução nº 476 de

16.01.2009. Ademais, os *Commercial Papers*, como os demais valores mobiliários brasileiros são regulados por circulares emitidas pelo Banco Central do Brasil e resoluções, emitidas pelo Conselho Monetário Nacional. A última circular que regula as emissões de *Commercial Papers* é a de nº 3.206 de 25.09.2003, ao passo que a última resolução do Conselho Monetário Nacional é a de 3.626 de 30.10.2008.

Entre os principais aspectos regulados pela instrução nº 134, instrução principal que rege o mercado brasileiro de *Commercial Papers*, atualizados de alterações posteriores estão:

Quadro 1: Principais itens regulados pela instrução nº 134 da CVM de 1º de novembro de 1990 e de última atualização em 07 de dezembro 2009.

Emissão	<p>- As companhias poderão emitir, para colocação pública, notas promissórias que conferirão a seus titulares direito de crédito contra a emitente (artigo 1º).</p> <p>- As notas promissórias circularão por endosso em preto, de mera transferência de titularidade, conforme previsto no artigo 15 do Anexo I da Convenção para Adoção de uma Lei Uniforme sobre Letras de Câmbio e Notas Promissórias, promulgada pelo Decreto nº 57.663, de 24 de janeiro de 1966. (artigo 2º.)</p>
Prazo de vencimento	<p>-O prazo de vencimento das notas promissórias, contado a partir da data da emissão, será de: trinta dias, no mínimo, e cento e oitenta dias, no máximo, quando emitidas por companhia fechada; trinta dias, no mínimo, e trezentos e sessenta dias, no máximo, na hipótese de emissão por companhia aberta (artigo 7º).</p>
Deliberação	<p>-O estatuto social da emissora deverá dispor quanto à competência para deliberar sobre a emissão de notas promissórias, que poderá ser a assembleia de acionistas ou órgãos da administração (artigo 9º).</p>
Registro e distribuição pública	<p>-O registro da distribuição de notas promissórias deve ser requerido à CVM pela própria companhia emissora ou através de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários (artigo 20º).</p>

Prospecto	<i>-Prospecto é o documento que contém os dados básicos sobre a operação e a companhia emissora, dele devendo constar, no mínimo: informações detalhadas sobre o lançamento e companhia emissora; informações sobre o garantidor; ata da reunião que deliberar a emissão das notas promissórias; - cópia do contrato referido no § 2º do artigo 4º (artigo 22º).</i>
Prazo de análise	<i>-O registro tornar-se-á automaticamente efetivado se o pedido não for indeferido dentro de 10 dias úteis após a sua apresentação, mediante protocolo, com os documentos e informações exigidas (artigo 23º).</i>
Distribuição	<i>-A distribuição de notas promissórias deve ser encerrada no prazo de noventa dias, para a emissão por companhia fechada, e no prazo de cento e oitenta dias, para a emissão por companhia aberta, contados a partir do deferimento do registro pela CVM (artigo 27º).</i>
Veracidade das Informações	<i>- O registro de que trata esta Instrução tem a finalidade de garantir ao investidor o acesso às informações sobre a empresa emissora e os valores mobiliários objeto da distribuição, e não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade dessas informações, nem julgamento sobre a qualidade da companhia ou sobre as notas promissórias a serem distribuídas (artigo 32º).</i>
Suspensão da distribuição	<i>- A CVM pode suspender a distribuição quando: for fraudulenta ou ilegal e a oferta, lançamento, promoção ou a divulgação estejam ocorrendo sem o devido registro, ou em condições diversas das constantes desta Instrução, ou do registro, ou com informações falsas, dolosas, ambíguas ou imprecisas (artigo 33).</i>

Fonte: Instrução CVM Nº 134 atualizada em 07 de dezembro de 2009.

Ao contrário do que acontece no Brasil, em que é necessário o registro na Comissão de Valores Mobiliários, a Securities Exchange Commission (SEC), órgão fiscalizador oficial dos EUA, dispensa o registro para a distribuição pública de *Commercial Papers*.

Também diferente do que acontece no mercado dos EUA, o CMN, ao promulgar a resolução nº 1.723, dispôs no ART. 2º que não serão considerados valores mobiliários, as notas promissórias emitidas por instituições financeiras, sociedades

corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e sociedade de arrendamento mercantil.

Apesar das recentes modificações, o mercado de *Commercial Papers* ainda é parte de um mercado incipiente, o mercado de emissões corporativas de renda fixa do Brasil. Segundo Carvalho da Silva e Leal (2008), ao passo que nos países desenvolvidos o tamanho do mercado de títulos privados é grande (como proporção do PIB), nos países emergentes o mesmo não acontece. Quando medido como percentual do PIB, o mercado brasileiro de títulos privados de renda fixa seria pequeno mesmo quando comparado aos demais emergentes. Ainda segundo os autores, uma pesquisa publicada pelo Banco Mundial em 2004 aponta que o estoque de títulos domésticos emitidos por empresas representava 9,6% do PIB no Brasil, ao passo que a média dos países desenvolvidos seria de 40%, e, países em desenvolvimento como Chile e Coreia do Sul apresentariam, respectivamente, uma proporção de 22,8% e 45% do PIB.

2 Dados

Utiliza-se na pesquisa dados provenientes de todas as emissões de *Commercial Papers* registradas na Comissão de Valores Mobiliários no período de 1999 a 2009. Através dos prospectos destas emissões, são levantadas informações que dizem respeito às principais características destes títulos. Já para o ano de 2009 são coletadas informações mais específicas, como remuneração do investidor, além das comissões pagas pelo emissor, conforme a seguir:

- Data de Emissão;
- Volume de Emissão;
- Empresa Emitente;
- Líder da Emissão;
- Setor da Empresa Emitente;
- Tipo de Garantia;
- Prazo de Emissão;
- Destinação dos Recursos Captados;
- Remuneração do Investidor (apenas 2009); e,
- Comissões Pagas pelo Emissor

O trabalho ora desenvolvido é eminentemente descritivo, no intuito de organizar as informações e resumir as principais características dos *Commercial Papers*. A partir da base de dados levantada frente aos registros de emissão na CVM foram construídas tabelas e gráficos, e elaboradas análises, principalmente no que se refere às características supracitadas.

3 Análise dos Resultados

3.1 Volume de Emissão

A Tabela 1 apresenta o volume de emissões de valores mobiliários no Brasil no período de 1995 a 2009. São apresentados ações, debêntures, *Commercial Papers*, CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários) e FIDCs (Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios).

Tabela 1: Emissão de Valores Mobiliários no Brasil (R\$ Mil).

Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC
1999	2.749,45	6.676,38	8.044,00	12,90	0,00
2000	1.410,17	8.748,00	7.590,70	171,67	0,00
2001	1.353,30	15.162,14	5.266,24	222,80	0,00
2002	1.050,44	14.635,60	3.875,92	142,18	200,00
2003	230,00	5.282,40	2.127,83	287,60	1.540,00
2004	4.469,90	9.614,45	2.241,25	403,08	5.134,65
2005	4.364,53	41.538,85	2.631,55	2.102,32	8.579,13
2006	14.223,02	69.464,08	5.278,50	1.071,44	12.777,40
2007	33.135,84	46.533,79	9.725,50	868,29	9.961,55
2008	32.148,10	37.458,53	25.907,75	930,63	10.220,30
2009	15.895,34	11.080,34	9.510,63	1.233,97	8.212,65

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Uma breve análise faz com que se perceba a significância dos volumes financeiros provenientes das emissões de CP no mercado brasileiro de títulos corporativos de renda fixa. No final da década de 90 (representado na tabela pelo ano de 1999), o volume de suas emissões supera o volume das emissões de ações e mesmo de debêntures, representando cerca 46% das emissões dos valores mobiliários do país.

Os anos seguintes foram marcados por um rápido desenvolvimento do mercado de debêntures, influenciados também pelas mudanças no mercado de títulos do país, além de medidas como a criação do Sistema Nacional de Debêntures, conforme colocam Carvalho da Silva e Leal (2008). O crescimento econômico

brasileiro e mundial observado no período de 2004 até meados de 2007 também impulsionou o mercado de ações. A evolução destes mercados fez com que, para estes anos a participação dos *Commercial Papers* fosse de apenas 7% do total das emissões corporativas.

No segundo semestre ano de 2008, a crise econômica internacional afetou a oferta de crédito às empresas ao redor do globo. Os baixos preços praticados no mercado acionário brasileiro frearam o crescimento da captação de recursos via lançamentos de ações. Em 2008 foram registradas 9 emissões primárias de ações, totalizando cerca de R\$ 32.148 milhões, ao passo que no ano de 2007 foram registradas 59 emissões totalizando R\$ R\$ 33.135 milhões. Cabe ressaltar que entre as emissões de 2008 se encontra uma de volume superior a R\$ 19 bilhões realizada pela Companhia Vale do Rio Doce ainda no início do período de turbulência dos mercados. As incertezas quanto ao rumo da economia brasileira e mundial também afetaram as emissões dos títulos de longo prazo. O volume de emissões de debêntures passou de R\$ 46.533 milhões em 2007 para R\$ 37.458 milhões em 2008. É importante ressaltar que o elevado número de emissões do primeiro semestre de 2008 representou a maior parte do volume emitido.

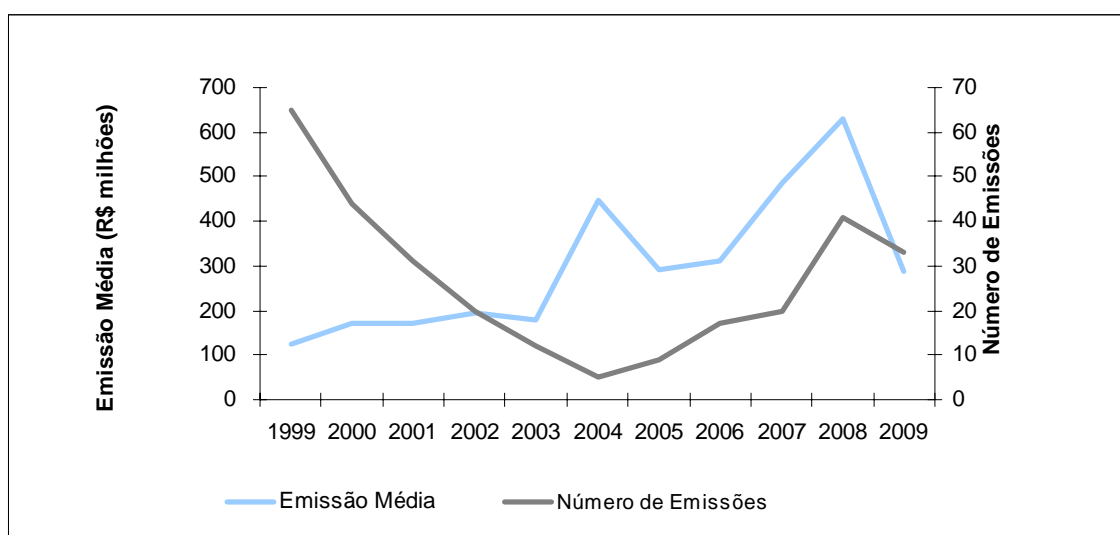
O ano de 2009 reflete de maneira mais fidedigna a crise iniciada em 2008, principalmente na primeira metade do ano. As emissões de ações e debêntures ainda apresentaram volumes discretos quando comparado aos dos anos anteriores. Apesar da queda de volume de 63% frente ao ano anterior, os lançamentos de *Commercial Papers* no ano de 2009 representaram, aproximadamente, 60% e 86% das emissões de ações e de debêntures, respectivamente.

Outro ponto a ser destacado no período estudado é o aumento do volume de emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários e, em especial, dos Fundos de Investimentos em Direito Creditório. Esses instrumentos despontam como alternativas de investimento em renda fixa, sendo que o último foi responsável por representar mais de 17% das emissões de valores mobiliários no ano de 2009.

A Figura 1 a seguir apresenta a evolução do número de emissões de *Commercial Papers* e o volume médio compreendidos entre os anos de 1999 e 2009 no Brasil. Apesar da evolução do mercado de capitais brasileiro na última década, o número de emissões dos últimos anos está bem abaixo do observado nos anos de 1999 e 2000.

Por outro lado, o volume médio por emissão tem evoluído de maneira significativa ano a ano, acompanhando o crescimento de receita e de valor de mercado das grandes empresas do país.

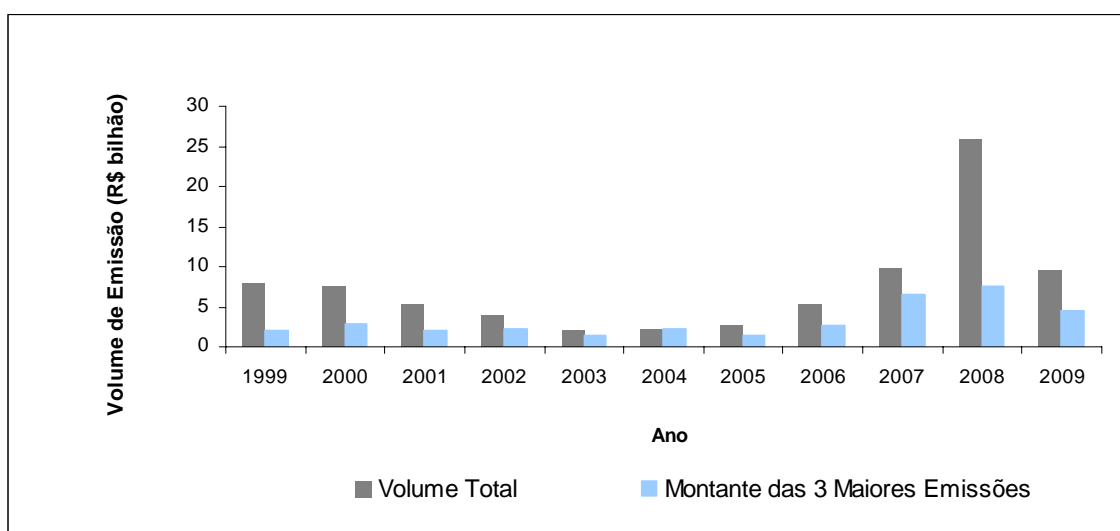
Figura 1: Volume Médio e Número de Emissões de *Commercial Papers* no Brasil (1999-2009).



Fonte: Figura elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A Figura 2, por sua vez, aborda o volume total e as 3 maiores emissões de *Commercial Papers* no Brasil nos anos de 1999 a 2009. Para o período, a participação das três maiores emissões no total emitido é de 43,04% (média do período). A maior disparidade fica por conta do ano de 2004, em que as três maiores emissões representaram 98% das emissões do ano. O ano de 1999 foi o de menor peso para as 3 maiores emissões, e também o ano do maior número de emissões. Nesse ano, a soma das dessas emissões de *Commercial Papers* representaram 26% o total emitido.

Figura 2: Volume Total x 3 Maiores Emissões de *Commercial Papers* no Brasil (1999-2009).



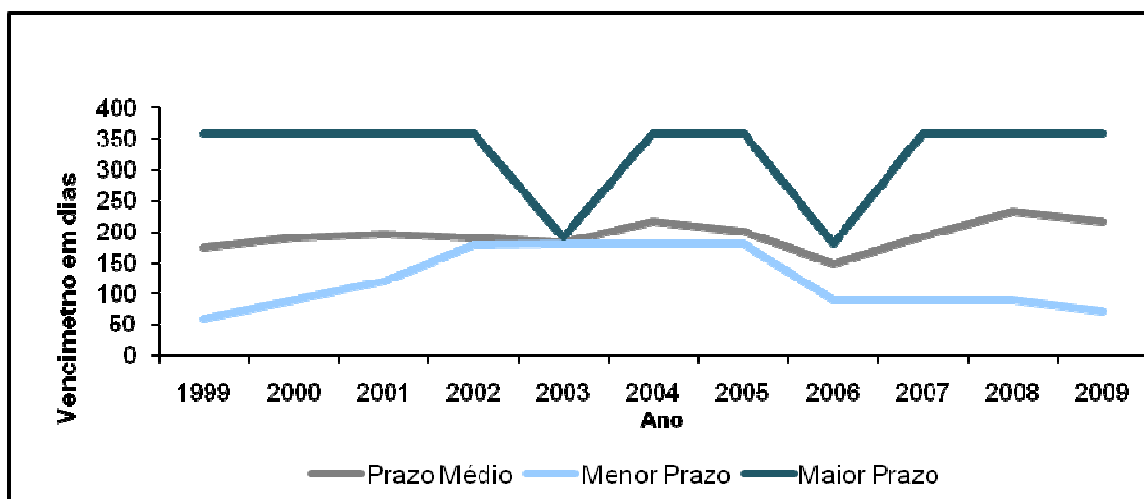
Fonte: Figura elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.2 Prazos das Emissões

Uma característica importante dos *Commercial Papers* lançados nos países diz respeito aos prazos de vencimento dos papéis. Com exceção dos anos de 2003 e 2006, os prazos máximos de emissão no período se confundem com os prazos máximos permitidos pela legislação brasileira para companhia com capital listado em bolsa (360 dias). Isto significa que ao menos uma empresa negociada na Bovespa emitiu um título em tais anos utilizando o prazo máximo permitido pela

legislação. Os prazos médios observados se aproximam de 180 dias em função de o maior número de lançamento ser realizado por empresas de capital aberto, porém não negociado em bolsa.

Figura 3: Prazo de Vencimento em Dias das Emissões de *Commercial Papers* no Brasil (1999-2009).



Fonte: Figura elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Ao passo que, segundo Kahl et al. (2008), o prazo médio de vencimentos dos títulos de *Commercial Papers* emitidos no mercado dos EUA é de 45 dias, o menor vencimento declarado nas emissões brasileiras, em todo o período estudado, é de 60 dias (ano de 1999), reforçando as diferenças dos mercados em questão.

3.3 Destinação dos Recursos

A Tabela 2 retrata a destinação dos recursos provenientes dos lançamentos de CP no país. Alguns resultados surpreendem, na medida em que o propósito de lançamento se distancia dos objetivos esperados para utilização do recurso captado via *Commercial Paper*.

Encabeça o ranking de destinação dos recursos, a utilização em aquisição de participações acionárias. Para o período de 1999-2009, 21,26% do volume emitido foi destinado a tal propósito. A maioria dessas captações foi observada nos últimos anos, e precedem captações de longo prazo (na maioria dos casos via debêntures). O elevado número de empresas lançando mão dos CP como uma espécie de “empréstimo ponte”, para a compra de participações acionárias, foi mais fortemente observado a partir do ano de 2007. Posteriormente, as empresas em questão realizaram grandes captações, através de debêntures e mesmo ações. Nesse sentido, Santos et al. (2009) estudam o desempenho das ações de empresas que se endividaram no momento anterior ao IPO (*initial public offering*), ressaltando que grande parte desses recursos foram utilizados para viabilizar o IPO e para adquirir ativos. A pesquisa em questão foi realizada para o período de 2004 a 2007 e tem como um das principais observações o desempenho inferior das ações de empresas que se endividaram anteriormente ao IPO.

A Telemar Norte Leste utilizou os recursos totais de R\$ 5.600 milhões, advindos de duas emissões, para a compra da Brasil Telecom e no ano de 2009 emitiu R\$ 3.000 milhões em debêntures, no intuito de quitar/amortizar dívidas. No final do ano de 2009, a Telemar se movimentava para mais uma emissão de longo prazo, visando resgatar o restante dos CP. Em outubro de 2009, a Cemig Geração e Transmissão captou R\$ 2.700 milhões para compra de participação acionária na Terna Participações e, meses depois, sondava no mercado a emissão de

debêntures em igual quantia. Por sua vez, a Anhaguera Educacional emitiu R\$ 130 milhões de reais em CP em fevereiro de 2008, e, em outubro de 2009, emitiu R\$ 200 milhões, declarando como um dos objetivos a quitação e amortização de dívidas.

Duas possíveis explicações para tal movimento de aquisições utilizando recursos provenientes dos CP são: a dificuldade de captação de recursos de longo prazo em função das incertezas no período de crise (especialmente para os anos de 2008 e 2009); e a utilização de um instrumento mais “ágil”, em um movimento estratégico, e mesmo de baixa nos preços dos ativos em geral.

Existem outros casos em que os títulos de curto prazo foram sucedidos por captações de longo prazo, não importando o objetivo da emissão. A Vivo Participações lançou R\$ 550 milhões em CP e, um ano depois, captou R\$ 810 milhões através da emissão de debêntures, declarando contar entre as destinações dos recursos provenientes das debêntures o resgate do principal e juros do CP emitido. Entre as demais empresas que utilizaram de tal arranjo financeiro estão a Bradespar e a Ecorodovias Concessões e Serviços.

A utilização de recursos como capital de giro representa 20,99% dos recursos captados para o período de análise. Tal destinação predominou até o ano de 2007, quando o movimento de aquisições via CP ainda não era representativo. A despeito de ser uma fonte de financiamento de curto prazo, 9,27% das emissões, segundo os prospectos emitidos pelas empresas, são destinadas para o alongamento do perfil da dívida. Tal constatação se alinha com os elevados prazos médios das emissões mencionados anteriormente, além de reforçar a hipótese da limitada oferta de recursos de longo prazo no mercado brasileiro.

Também chama a atenção a utilização dos recursos provenientes das emissões no intuito de: reestruturação, modernização e recuperação econômica; implantação de projeto; e financiamento de concessão. Estas destinações não

representam ações de curto prazo, e juntas, totalizam 12,72% das emissões do período.

Tabela 2: Destinação dos Recursos Captados através das Emissões de *Commercial Papers* no Brasil (1999-2009).

Destinação	Valor em R\$ Mil	%
Aquisição de Participação Acionária	17.475.000	21,26%
Capital de Giro	17.257.023	20,99%
Destinação Não Informada	15.469.382	18,82%
Alongamento do Perfil da Dívida	7.618.591	9,27%
Redução de Passivo	6.616.000	8,05%
Reestruturação, Modernização e Recuperação Empresarial	5.157.000	6,27%
Resgate de Nota Promissória Emitida Anteriormente	3.422.879	4,16%
Implantação de Projeto	3.028.000	3,68%
Financiamento de Concessão	2.280.000	2,77%
Recompra ou Resgate de Debênture	1.700.000	2,07%
Investimento em Subsidiárias	1.150.000	1,40%
Investimento em Imobilizado	440.000	0,54%
Recomposição de Caixa	200.000	0,24%
Desenvolvimento de Novos Projetos	200.000	0,24%
Custos Iniciais de Operações	126.000	0,15%
Aquisição de Terrenos Destinados à Incorporação Imobiliária	50.000	0,06%
Aquisição de Bens para Arrendamento	10.000	0,01%

Fonte: Tabela elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.4 Setores, Subsetores e Segmentos das Empresas Emissoras

Outra importante análise das características dos CP emitidos diz respeito ao setor de emissão. Foi utilizada como base para classificação das empresas em setores, subsetores e segmentos, a planilha Classificação Setorial das Empresas e Fundos Negociados na BM&FBOVESPA. A Tabela 3 a seguir apresenta a distribuição setorial por número de emissão para todo o período de análise.

Tabela 3: Setores de Emissão de *Commercial Papers* no Brasil – Percentual do Número de Emissões (1999-2009).

Setores	Porcentagem do Número de Emissões
Construção e Transporte	27%
Utilidade Pública	24%
Financeiro e Outros	18%
Telecomunicações	14%
Bens Industriais	4%
Consumo Não Cíclico	5%
Materiais Básicos	3%
Consumo Cíclico	3%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2%
Tecnologia da Informação	1%

Fonte: Tabela elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Ao se observar a Tabela 3 percebe-se a concentração setorial das emissões de CP. O setor de construção e transporte representa 27% das emissões, seguido pelo setor de utilidade pública, o qual é responsável por 24% das emissões. As empresas emissoras que compõem o setor construção e transporte são basicamente as de construção civil, exploração de rodovias e transporte ferroviário, ao passo que as empresas de utilidade pública são em quase sua totalidade representadas pelo subsetor de energia elétrica. Uma das possíveis explicações para o diferenciado número de emissões observado em tais setores são a capacidade de geração de caixa e o alto nível de previsibilidade das receitas dessas empresas. A previsibilidade na movimentação rodoviária por parte das concessionárias de rodovias, e a previsibilidade na demanda por energia elétrica no caso das empresas de geração, transmissão e distribuição, fazem do acesso mercado de capitais uma tarefa menos complicada. Mesmo as captações via lançamentos de debêntures, ações e outras estruturas mais rebuscadas de financiamento, como as de *Project Finance*, são observadas freqüentemente nesses setores (COSTA e SILVEIRA, 2006).

Assim como o fazem no mercado de ações e de debêntures, o setor de telecomunicações também apresenta presença considerável no mercado brasileiro de CP. No mercado de debêntures, ao se excluir as emissões de empresas de

arrendamento mercantil, a empresas de telecomunicações são responsáveis por cerca de 9% das emissões. Somadas, as ações do setor possuem participação de 3,05% no Índice Bovespa (composição do primeiro trimestre de 2010) e, finalmente, no que se refere às emissões de *Commercial Papers*, o setor é responsável por 14% das emissões no período de 1999 a 2009.

3.5 Garantias nas Emissões

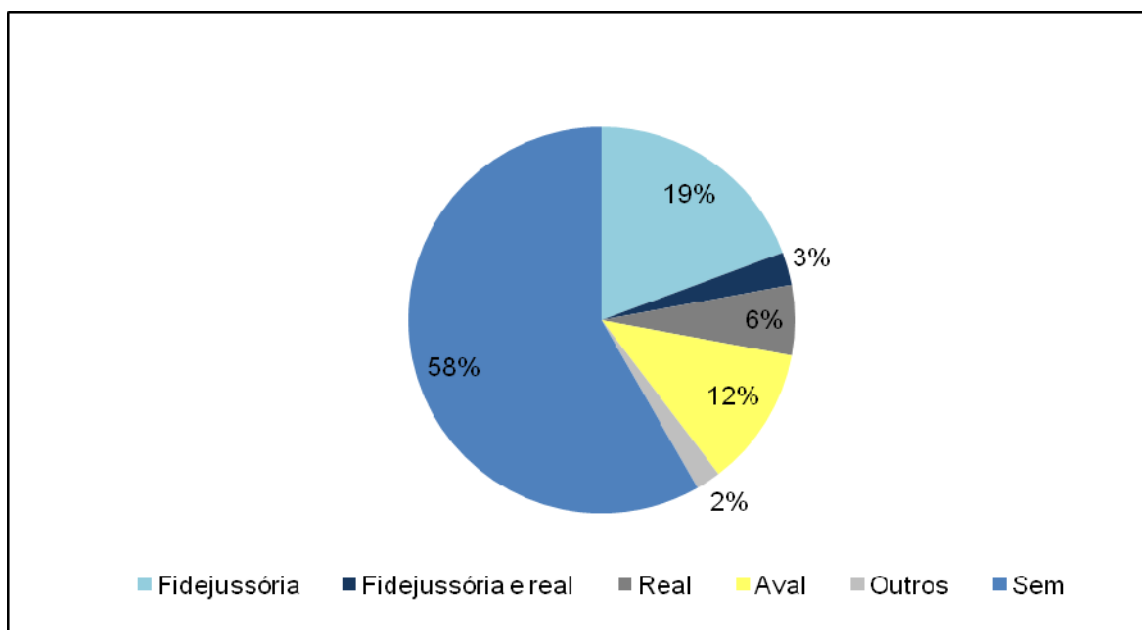
Desde sua concepção, os CP são caracterizados por serem títulos que tipicamente não apresentam garantias. Apesar da maioria dos títulos de fato serem emitidos sem garantias, a emissão com garantias tem ganhado espaço nos lançamentos recentes. Cerca de 58% das emissões no período estudado são emissões sem garantias. Até o ano de 2007, as emissões sem garantias disputavam espaço com a garantia fidejussória¹ e garantia real², as quais representam 19% das emissões no período, entretanto, partir do ano e 2008, as emissões com aval³ dos acionistas passam a ser maioria das garantias declaradas, passando a representar 12% do total de emissões da amostra. É importante ressaltar que o aval é uma modalidade de garantia fidejussória, uma vez exercida pela figura de uma pessoa. Todavia, optou-se por manter a representação das garantias conforme especificado nos prospectos de emissão. A Figura 4 a seguir apresenta as estatísticas referentes às modalidades de emissão empregadas nos lançamentos.

¹ Garantia fidejussória, também chamada de garantia pessoal expressa a obrigação que alguém assume ao garantir o cumprimento de obrigação alheia

² Garantia real é aquela em que o próprio devedor, ou alguém por ele, destina o próprio patrimônio para assegurar a obrigação em questão

³ Aval consiste em tornar uma pessoa responsável pelo pagamento de um título de crédito.

Figura 4: Garantias nas Emissões de *Commercial Papers* no Brasil (1999-2009).



Fonte: Figura elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.6 Líderes de Emissão

No que tange aos líderes de emissão, não se percebe uma predominância ao longo período observado. São responsáveis pelas emissões os maiores grupos bancários atuantes no país, alternando a liderança em números de emissões, ano a ano. Nos últimos anos, o Banco Santander S.A. tem se destacado, liderando 7 emissões no ano de 2007, 6 emissões em 2008 e 11 emissões em 2009. A Tabela 4, a seguir, apresenta os líderes mais ativos ano a ano para o período de 1999 a 2009.

Tabela 4: Bancos Líderes de Emissões de *Commercial Papers* no Brasil (1999-2009).

Ano	Líderes de emissão no Ano	Número de Emissões
1999	Banco Badesco S.A./Unibanco União Bancos Bras S.A.	6
2000	BB Banco de Investimento S.A./Banco Bradesco S.A.	7
2001	Unibanco União Bancos Bras S.A.	7
2002	Banco Itaú S.A.	6
2003	BB Banco de Investimento S.A./Banco UBS Pactual S.A.	2
2004	Bradesco/Itaú-BBA/Brascan/Unibanco/Agenda Estudos e Proj. Econ.	1
2005	Banco UBS Pactual S.A.	3
2006	Banco Itaú BBA S.A.	7
2007	Banco Santander S.A.	7
2008	Banco Bradesco BI S.A./Banco Santander S.A.	6
2009	Banco Santander S.A.	11

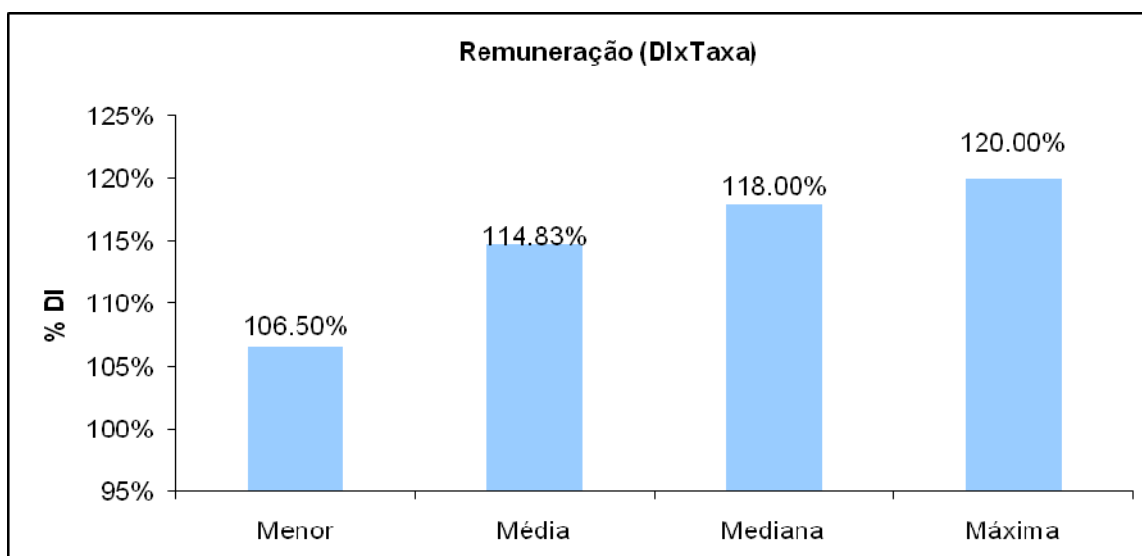
Fonte: Tabela elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.7 Remuneração dos Títulos de *Commercial Papers*

A totalidade dos títulos de *Commercial Paper* emitidos no ano de 2009 apresentou remuneração indexada ao DI (taxa de referência do Certificado de Depósito Interbancário). No mesmo ano, 31% das remunerações foram expressas em percentual da taxa DI, ao passo que 69% foram expressas em sobretraxa.

A Figura 5 destaca as remunerações mínima, média, mediana e máxima, expressas em porcentagem da taxa DI, observadas no ano de 2009. A menor remuneração foi proveniente da emissão da CTEEP (Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista), apresentando um prêmio de 6,5% sobre a taxa DI. A maior remuneração apresentou um prêmio de 20% sobre o DI e é resultado da emissão da Rede Energia.

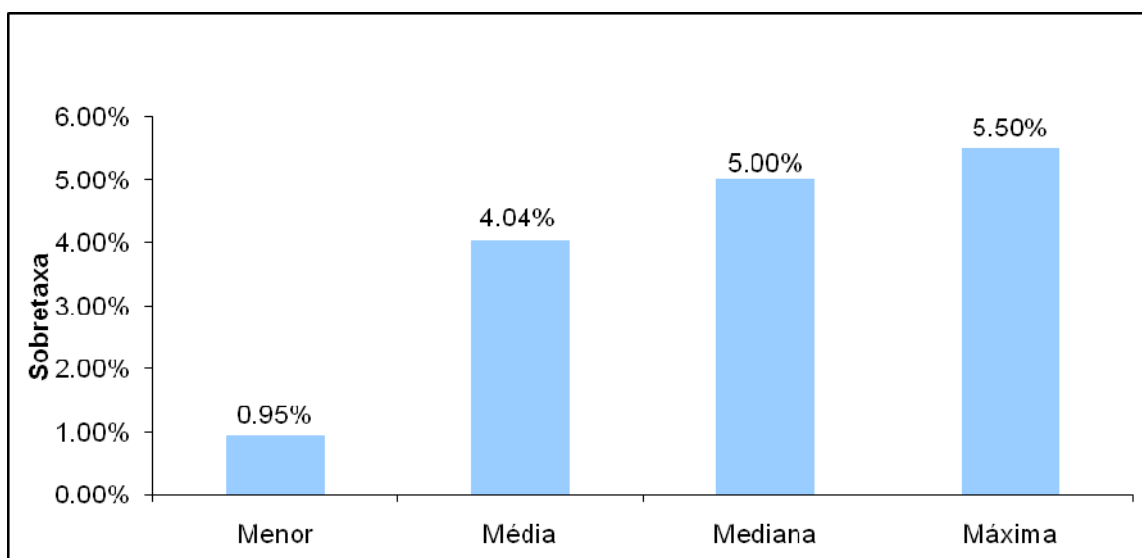
Figura 5: Remuneração (%DI) dos *Commercial Papers* emitidos no ano de 2009.



Fonte: Figura elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A Figura 6 aborda as remunerações mínima, média, mediana e máxima, expressas em sobretaxa do DI, observadas no ano de 2009. A menor remuneração foi proveniente da emissão da Coelce, apresentando um prêmio de 0,95% adicional à taxa DI. A maior remuneração foi de DI + 5,5% e foi resultado da emissão da Eliana Revestimentos Cerâmicos. Para efeito de comparação, essas sobretaxas, quando calculadas como percentual sobre a taxa DI (utilizando o DI médio observado no ano 2009) são de 111% e 164% para a menor e a maior taxa, respectivamente.

Figura 6: Remuneração (sobretaxa) dos *Commercial Papers* emitidos no ano de 2009.



Fonte: Figura elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.8 Comissões Pagas pelos Emissores de *Commercial Papers*

Não obstante a remuneração paga aos investidores pelos emissores investigou-se as comissões quando das diferentes etapas da oferta dos *Commercial Papers*. No ano de 2009, em 27 dos 31 prospectos de emissão constaram informações acerca das comissões de coordenação, colocação, garantia ou outros. A Tabela 5 sumariza os principais resultados envolvendo as 27 empresas que declaram em seus prospectos de emissão informações de tal natureza.

Entre os destaques das comissões de coordenação estão a menor taxa (0,04%) observada na emissão da Bradespar, e na maior taxa (1,5%), paga pela empresa Eliane Revestimentos Cerâmicos. O volume emitido aparenta ser o principal motivo para a diferença das comissões. A primeira captou R\$ 690 milhões, enquanto a segunda captou apenas R\$ 24,75 milhões.

As demais comissões apresentaram uma variação mais suave, sendo a comissão média de 0,22% para colocação e de 0,28% para garantia e outros. Novamente, as menores comissões de colocação e garantia são referentes à emissão da Bradespar.

Tabela 5: Comissões Pagas pelos Emissores de *Commercial Paper* no ano de 2009.

Comissões	Coordenação	Colocação	Garantia	Outros
Mínima	0,04%	0,04%	0,02%	0,05%
Média	0,37%	0,22%	0,28%	0,28%
Mediana	0,40%	0,25%	0,35%	0,28%
Máxima	1,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Fonte: Tabela elaborada pelo autor a partir de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.9 Correlações do Volume de Emissão de *Commercial Papers* com Variáveis Macroeconômicas

Não foi objetivo do tópico em questão construir um modelo causal visando estimar os determinantes de emissão do título, tendo em vista, principalmente, a necessidade de um suporte do modelo teórico e dos procedimentos estatísticos, os quais não atendem aos principais objetivos da pesquisa. No entanto, entende-se que as simples correlações das variáveis podem revelar alguns interessantes pontos de discussão.

As variações nos fatores macroeconômicos podem influenciar de maneira profunda as decisões corporativas e, conseqüentemente, o volume das emissões de *Commercial Paper*. A Tabela 6 a seguir apresenta a correlação do volume de emissão com as diversas variáveis selecionadas considerando períodos

trimestrais. As emissões em questão foram corrigidas pelo IGP-DI (Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna). As variáveis extraídas são médias, e os dados, trimestrais. O período para o qual foram calculadas as correlações corresponde aos anos compreendidos entre 1999 e 2009.

Tabela 6: Correlação entre os Dados Trimestrais de Volume de Emissão e Variáveis Selecionadas.

Variável	Correlação
Ibovespa - Var%	-0,07
IPCA	-0,03
CDI	-0,15
IGPM	0,14
Câmbio (BRL/USD)	-0,47
Juros Reais	-0,12
PIB	0,17
CPI	0,05
S&P 500 – pontos	0,24
Dívida Pública/PIB	-0,61

Fonte: Tabela Elaborada pelo Autor. Dados provenientes do Bacen e Econômica.

Merece destaque na análise a correlação de -0,47 entre volume de emissão médio trimestral e câmbio, e de -0,61 entre volume de emissão e dívida pública/PIB. Uma possível explicação para a correlação negativa entre câmbio e as emissões pode estar relacionada à associação da queda do valor do real de momentos de crises e fuga de capitais do país. Momentos como estes afetam negativamente a demanda do mercado, por ações e títulos de diferentes prazos. Já a correlação negativa com o indicador dívida pública/PIB pode reforçar a hipótese de *crowding-out* no país. Trata-se da possibilidade do Governo competir com as empresas na captação de recursos, dada a limitação destes. A correlação negativa está em linha com o estudo de Eid e Matsuo (2009) realizada para identificar os determinantes das emissões de ações e debêntures.

4 Conclusões

Neste trabalho foi analisada uma das principais ferramentas utilizadas pelas empresas brasileiras na captação de recursos no mercado de capitais, os *Commercial Papers*. Apesar da recorrente utilização em volume considerável no mercado brasileiro, são raros os trabalhos e base de dados visando estudar, de maneira aprofundada o título em questão. Foram levantados dados acerca das principais características de emissão, no intuito de melhor entender o papel dos *Commercial Papers* no financiamento das empresas nacionais.

Uma característica apontada pelo estudo diz respeito ao elevado porte das empresas que emitem CP. Tais evidências são resultado principalmente dos elevados valores das emissões médias. Seja pelos elevados custos de emissão, ou mesmo pela demanda de títulos de elevados valores por parte dos investidores institucionais (como os fundos de pensão), as emissões se concentram nas empresas de grande porte, limitando as empresas menores no que concerne à obtenção de recursos de curto prazo a taxas geralmente inferiores às aquelas observadas nas linhas de financiamentos bancário.

Através da análise da destinação dos recursos captados via CP, o estudo aponta para a dificuldade de captação de recursos de longo prazo pelas empresas brasileiras ao longo do período estudado. Tal indício é fundamentado pela utilização de parte relevante dos recursos em: aquisição de participação acionária; alongamento do perfil da dívida; reestruturação, modernização e recuperação empresarial; e implantação de projetos. Apesar das modificações do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos, tal tendência manteve-se inalterada quando observados os últimos anos de análise. Também merece destaque a utilização de recursos como “empréstimos ponte”, antecedendo captações de longo prazo.

Com relação aos setores de emissão, ressalta-se a predominância de emissões por parte de setores marcados pela forte geração de caixa das empresas que os compõe. É o caso das empresas de energia elétrica e de concessões rodoviárias, as quais possuem menor incerteza nos seus resultados operacionais e, por isso, transmitem maior segurança aos investidores.

Observando as taxas de juros pagas aos investidores no ano de 2009, percebe-se quão interessante pode ser o título quando da obtenção de recursos de curto prazo. Ademais, os CP podem se configurar como um interessante primeiro contato de uma empresa com o mercado de capitais, precedendo emissões de maior volume ou prazo de vencimento, como debênture e mesmo ações.

Com relação a trabalhos futuros, sugere-se o estudo dos determinantes de emissão de *Commercial Papers*. Apesar de hoje se possuir uma base de dados mais robusta, não foi observado nenhum estudo nesse sentido. Outra sugestão diz respeito ao acesso aos emissores e investidores, no intuito de entender suas principais percepções no que concerne ao título e suas características.

5 Referências Bibliográficas

BARBOSA, D. B. O *Commercial Paper* em seu Habitat. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, vol. 5. nº 13, 1979.

BERNANKE, B. On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads (Outubro de 1990). NBER Working Paper N. W3486. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=226685..>

BORGES, L.; LOPES, L. Os valores mobiliários e a captação de empréstimos no mercado financeiro doméstico. **Revista do BNDES**, v. 8, p. 289-308, 2001.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. 8ª Edição. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R.. O Que Determina a Estrutura de Capital no Brasil? Anais do 3o. **Encontro Brasileiro de Finanças**. São Paulo, 2003.

BRITO, R. D.; LIMA, M.R.. A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: O Caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**. v.59, n. 2. , Abril/Junho, 2005.

CARVALHAL DA SILVA, A.. A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras – **Tese** (Doutorado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração – Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.

CARVALHAL DA SILVA, A.; LEAL, R. P. C. **O Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil**. Rio de Janeiro: Andima – Associação das Instituições do Mercado Financeiro, 2008.

CARVALHO, C.; ABRAMOVAY, R.. Sistema Financeiro e as Micro e Pequenas Empresas – Diagnosticos e Perspectivas – Sebrae. Brasilia, pp. 17-45, 2004.

CINTRA, M. A M.; CAGNIN, R. F. Evolução da Estrutura e da Dinâmica das Finanças Norte-Americanas. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 296-338, dezembro 2007.

COSTA, A. M.; SILVEIRA, L. R.. O *project finance* como estrutura de financiamento mitigadora de riscos e sua utilização em projetos de investimento em usinas termelétricas brasileiras. XXVI ENEGEP - Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Fortaleza. Anais eletrônicos do XXVI ENEGEP- Encontro Nacional de Engenharia de Produção, 2006.

EID Jr., W. MATSUO, A. K., The Influence of Macroeconomic Factors on Primary Issues in the Brazilian Market (17 de julho de 2009). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1435345>

FRIEDMAN, B. M.; KUTTNER, K.N. Another Look at the Evidence on Money-Income Causality. *Journal of Econometrics*, v. 57(1-3), p. 189-203, 1989.

GLEN, J.; SINGH, A. Comparing Capital Structures and Rates of Return in Developed and Emerging Markets. **Emerging Markets Review**, v. 5, p. 161-192, 2004.

GOMES, G.; LEAL, R.. Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores. In: LEAL,R.; COSTA JR.,N.; LEMGRUBER, E. **Finanças Corporativas**, São Paulo: Atlas, 2001.

KAHL, M.; SHIVDASANI, A.; WANG Y. Do Firms Use *Commercial Paper* to Enhance Financial Flexibility? (2008). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1120068>

LACKMAN, C.; CARLSON, W.; VARICK, C. Forecasting *Commercial Paper* Rates. *Journal of Forecasting*, v. 23, n. 1, p. 67-76, 2004.

LEAL, R.P.C. A descriptive analysis of the capital structure of a broad sample of Brazilian firms. World Bank working paper, 2001.

LEAL, R.P.C.; SAITO, R.. Finanças Corporativas no Brasil. **RAE-eletrônica**, v. 2, n. 2, jul-dez/2003.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. O Financiamento Externo no Ciclo Recente da Economia Brasileira. Nações Unidas, CEPAL, 2007.

LEANDRO, J. C. Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas de Capital Aberto e Fechado - **Dissertação** (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2006.

PEROBELLI, F.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v.37, n.3, p.33-46, julho/setembro, 2002.

SHEN, P. Why Has Non Financial *Commercial Paper* Shrunk Recently? Federal Reserve Bank of Kansas City - **Economic Review**, First Quarter 2003.

SANTOS, R. L.; DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, BARROS, Lucas Ayres B. de C. 2009. Underwriters Fueling Going Public Companies? Evidence of Conflict of Interest in the Brazilian 2004-2007 IPO Wave. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1328291>.

SECURATO, J. R et al. Cálculo Financeiro das Tesourarias - Bancos e Empresas. 4. ed. São Paulo: Saint Paul, 2008. 432 p.

STIGUM, M. **The Money Market**, 3rd Edition, Business One Irwin, 1990.

Stock, J. H.; WATSON, M. W. New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators. NBER Macroeconomic Annual Report (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), pp. 351–394, 1989.