**GAE/015**



**21  a  26  de  Outubro  de  2001**

**Campinas  -  São  Paulo  -  Brasil**

GRUPO  VI

GRUPO  DE  ESTUDO  DE  ASPECTOS  EMPRESARIAIS

**ESTRATÉGIAS  FINANCEIRAS  E  CUSTOS  DE  CAPTAÇÃO  DAS  EMPRESAS  ELÉTRICAS**

SOLANGE  FERNANDES  PINHEIRO (1) LÚCIA  MARIA  NAVEGANTES  BICALHO

UFF  -  Universidade  Federal  Fluminense ANP  –  Agência  Nacional  de  Petróleo

(2)

**RESUMO**

Esse  trabalho  estuda  a  captação  de  recursos  no  mercado

externo  no  contexto  do  novo  ambiente  financeiro

internacional,  associado  aos  rumos  do  desaquecimento

da economia americana. Uma avaliação dos

condicionantes  externos  caracteriza  o  principal  risco  para

o  Brasil:  uma  contração  do  crédito  internacional.  Analisa-

se  a  evolução  dos  custos  de  captação  corporativa

brasileira  no  período  de  março  de  2000  a  fevereiro  de

2001,  através  das  trajetórias  de  yields  e  spreads  de

eurobônus  de  empresas  selecionadas.  A  abordagem

contempla  as  estratégias  financeiras  de  endividamento

corporativo.

**PALAVRAS-CHAVE**:  Estratégias  financeiras;  Captação

de  recursos;  Privatização;  Indústria  elétrica;  Eurobônus.

**1.0  -  INTRODUÇÃO**

Embora  o  mercado  de  títulos  da  dívida  de  países

emergentes  tenha  tido  um  ano  relativamente  ativo  em

2000,  especialmente  no  primeiro  semestre,  quando  o

Nasdaq  registrou  seu  nível  máximo,  e  estimulou  os

investidores  a  se  arriscarem  nos  ativos  de  maior

rendimento,  no  último  trimestre  houve  uma  mudança  de

rumo:  o  mercado  se  fechou  para  emissões  dos  países

emergentes.  O  panorama  voltou  a  alterar-se  com  a  forte

redução  das  taxas  de  juros  americanas  em  2001.

A  partir  do  último  trimestre  de  2000,  até  o  momento  em

que  este  artigo  está  sendo  redigido  (fevereiro  de  2001)  o

mercado  de  crédito  externo  tem  passado  por  profundas

alterações,  com  repercussões  também  no  mercado  de

crédito  doméstico.

Nesse  trabalho  analisaremos  as  turbulências  nesses

mercados,  transcorridas  no  ano  passado  e  em  2001,

dissecando  os  eventos  econômicos  externos  e  internos

associados  a  essas  alterações,  e  suas  relações  de  causa

e  efeito.

Particular  ênfase  será  dada  ao  mais  importante  e

extraordinário  condicionante  econômico  e  financeiro  da

atualidade:  o  desaquecimento  da  economia  americana,

com  o  uso  de  instrumentos  de  política  monetária  para

calibrar  sua  profundidade.

Analisaremos  as  estratégias  financeiras  das  empresas

elétricas  através  do  comportamento  dos  custos  de

captação  externa,  tomando  como  base  a  evolução  dos

spreads  –  diferença  entre  os  retornos  de  um  título  e  as

taxas  dos  títulos  do  Tesouro  dos  EUA  para  prazo

equivalente  -,  e  das  rentabilidades  efetivas,  aqui

denominadas  yields,  de  diversos  eurobônus  corporativos

brasileiros,  especialmente  de  empresas  do  setor  de  infra-

estrutura,  particularmente  do  setor  de  energia.

**2.0  -  AMBIENTE  EXTERNO**

Janeiro  de  2001  foi  um  mês  particularmente  turbulento  no

cenário  internacional.  O  Fed  –  Federal  Reserve,  banco

central  americano,  executou  dois  cortes  de  0,5%  cada  na

taxa  de  juros  básica  -  overnight  de  empréstimos

interbancários  -,  e  indicou  que  continuará  afrouxando  a

política  monetária  no  ritmo  que  julgar  necessário.  As

duas  reduções  consecutivas  foram  o  mais  dramático

corte  nos  custos  dos  empréstimos  dos  últimos  nove

anos.

A  desaceleração  da  maior  economia  do  mundo  foi

repentina,  surpreendendo  inclusive  as  autoridades  do

Fed.  E  levantou  dúvidas  sobre  se  a  agressiva  campanha

de  cortes  nos  juros  será  suficiente  para  evitar  a  recessão.

Aí  reside  a  grande  incerteza.  Na  hipótese  otimista,  isso

levaria  ao  que  Greenspan,  presidente  do  Fed,  chamou  de

clássica     recuperação     em     forma     de     "V":     uma

desaceleração  seguida  de  uma  aceleração  rápida,  com

eventuais  turbulências  no  percurso.  Na  avaliação  de

muitos,  o  elemento-chave  é  psicológico:  trata-se  de

fomentar  a  delicada  interação  entre  a  confiança  das

empresas  e  dos  consumidores.

(1)  UFF-  Universidade  Federal  Fluminense  -  Departamento  de  Engenharia  de  Produção

Rua  Passos  da  Pátria  ,  156,  sala  306  –  Prédio  Novo;  São  Domingos  –  Niterói  -  RJ  -  CEP  24210-240

Telefone:  (21)  6  20  70  70,  ramais:  228,  347,  226,  345;  Telefax:  ramal  347;  solangep  @urbi.com.br

(2)  ANP  –  Núcleo  de  Defesa  da  Concorrência

Rua  Senador  Dantas,  105  –  10º  andar  -  Centro  -  Rio  de  Janeiro  –  RJ  -  CEP  20031-201

Telefone:  (21)  3808-0049  ;  lbicalho@anp.gov.br

2



**3.0  -  RISCOS  PARA  O  BRASIL**

A  recente  e  abrupta  queda  nas  taxas  de  juros

americanas  deu  sustentação  ao  movimento  de  queda

das  taxas  básicas  de  juros  internas,  que  já  vinha

ocorrendo  ao  longo  do  ano  de  2000,  respaldado  na

redução  da  inflação  esperada.

O  movimento  recente  de  queda  na  taxa  de  juros  básica,

executado  pelo  Banco  Central,  tem  implícitas  duas

premissas:  primeiro,  que  o  corte  agressivo  dos  juros

promovido  pelo  Fed  -  100  pontos-base  em  menos  de  um

mês,  janeiro  de  2001-,  beneficia  o  Brasil;  em  segundo

lugar,  aposta  que  uma  recessão  nos  EUA  não  afetará

profundamente  a  economia  brasileira.  De  fato,  numa

primeira  avaliação,  o  afrouxamento  da  política  monetária

nos  EUA  traz  vantagens  para  o  Brasil,  pois  dá

sustentação  à  queda  das  taxas  de  juros  internas.

Entretanto,  com  uma  necessidade  de  financiamento

externo  significativa  -  um  déficit  em  conta  corrente

superior  a  4%  do  PIB  -,  é  importante  considerar  os  custos

a  que  esses  recursos  poderão  ser  captados  no  exterior.

Se  a  desaceleração  americana  não  for  acompanhada  de

uma  contração  do  crédito  externo,  o  Brasil  vai  sair

relativamente  ileso  desse  processo.  Se  a  iniciativa  do

Fed  não  for  bem  sucedida  e  o  cenário  recessivo  se

confirmar,  cresce  o  risco  de  aperto  de  liquidez,  ou  seja  de

contração  do  mercado  de  crédito  internacional,  com  a

conseqüente  elevação  os  prêmios  das  captações

externas  dos  países  emergentes.  O  principal  elo  da

economia  brasileira  com  o  exterior  não  é  comercial,  e  sim

financeiro.

**4.0  -  CONSEQÜÊNCIAS  FINANCEIRAS**

A  conjuntura  favorável  para  a  captação  de  recursos

externos,  experimentada  pelo  Brasil  nos  primeiros  três

trimestres  de  2000,  resultou  do  excesso  de  liquidez  dos

mercados  mundiais.  No  quarto  trimestre  de  2000  o

encarecimento  do  crédito  corporativo  nos  EUA  trouxe

suas  conseqüências  para  o  Brasil:  o  fechamento  do

mercado  internacional  para  as  emissões  dos  países

emergentes.

Nas  últimas  semanas  do  ano  passado,  o  mercado  de

papéis  corporativos  americanos,  os  denominados  títulos

de  alto  rendimento,  começou  a  estreitar-se.  Para  o  Brasil,

dois  aspectos  são  relevantes.  Primeiro,  o  aumento  dos

spreads  corporativos  nos  EUA  tornará  mais  difícil  que

empresas  multinacionais  mantenham  todos  os  projetos

de  investimento  no  exterior,  com  impacto  sobre  os

investimentos estrangeiros diretos. Segundo,

companhias  brasileiras  habituadas  a  tomar  recursos  no

mercado  internacional  sentiram  os  efeitos  do  crédito  mais

apertado  nos  EUA,  dando  preferência  à  captação  de

recursos  no  mercado  interno.  Esse  movimento  já  teve

início  no  segundo  semestre  de  2001,  como  mostra  o

crescimento  da  colocação  de  debêntures  no  mercado

interno.

Nos  dois  casos,  não  podem  ser  desprezadas  as

conseqüências  sobre  as  contas  cambiais.  O  Brasil

deverá  ter  déficit  na  conta  corrente  do  balanço  de

pagamentos  da  ordem  de  US$  24  bilhões  –  estimativa  do

Banco  Central  -,  que  precisará  ser  financiado  com

endividamento     externo     ou      investimentos     diretos.

Portanto,  não  pode  ser  descartada  a  hipótese  de  ser

obrigado  a  pagar  prêmios  mais  altos  ou  oferecer

melhores  oportunidades  de  investimento  para  atrair  o

capital  externo.

Aqui  também  há  visões  discordantes  mais  otimistas.  O

fato  é  que  o  grau  de  incerteza  é  extremamente  elevado.

**5.0  -  ESTRATÉGIAS  FINANCEIRAS  NAS**

**PRIVATIZAÇÕES**

Sob  o  aspecto  corporativo,  o  ano  de  2000  foi  de

alongamento  e  redução  de  passivos.  As  empresas  de

energia  e  comunicações  recorreram  tanto  ao  mercado

externo  quanto  ao  interno  para  reestruturar  o  perfil  de

seu  endividamento,  rolando  dívidas  a  prazo  mais  longos

e  custos  mais  baixos,  ou  obtendo  novos  recursos.  As

taxas  de  juros  em  queda  no  Brasil  e  nos  EUA  (a  partir  de

2001)  geraram  um  ambiente  propício  à  captação  de

recursos.  Reestruturaram  seus  passivos  empresas  como

Bandeirante  Energia,  Light,  Eletropaulo  Metropolitana,

Elektro,  Telesp  Celular,  Telemar,  Brasil  Telecom,  dentre

tantas  que  se  voltaram  também  para  o  mercado  interno

de  crédito  lançando  debêntures.

Em  muitos  casos,  essas  dívidas  foram  contraídas  na

segunda  fase  do  processo  de  privatização,  na  etapa  pós-

privatização      de      rearranjos      societários,      seguindo

tendência      de      concentração      em      alguns      grupos

internacionais,  no  movimento  de  definição  dos  que

permanecerão  no  Brasil,  e  da  retirada  de  outros  grupos

estrangeiros,  bem  como  de  outros  agentes,  como  por

exemplo  os  fundos  de  pensão,  que  participaram  da

primeira  fase  da  privatização.  Na  definição  dessas

estratégias  serão  decisivas  as  vendas  da  Cesp-Paraná  e

da  Copel  que  devem  ocorrer  em  2001.

No     caso     das     empresas     de     comunicações,     as

associações  para  os  leilões  das  bandas  largas,  as

antecipações  de  metas  para  liberar  as  empresas  de

telefonia  fixa  para  novos  investimentos  e  arranjos

societários,  devem  alterar  profundamente  a  face  do  setor,

também  em  direção  à  concentração,  que  constitui  a

tendência  mundial  nessa  área.

Deve  ser  mantido  o  desenho  financeiro  mais  comum,  que

já  se  configurou  nas  privatizações  e  licitações  anteriores.

Inicialmente  a  obtenção  de  empréstimos-ponte  para

participar  do  leilão,  que  depois  são  substituídos  por

emissões  de  commercial  papers  e  notas  promissórias  em

um  primeiro  momento.  Mais  tarde  esses  financiamentos

de  curto  prazo  são  substituídos  por  outros  mais  longos,

como      debêntures,      eurobônus,      ou      empréstimos

sindicalizados.  Em  paralelo,  já  imediatamente  após  o

leilão,  uma  parcela  é  coberta  por  financiamentos  do

BNDES,  atrelados  à  TJLP  –  taxa  de  juros  de  longo  prazo

e,  em  menor  proporção,  a  uma  cesta  de  moedas.

As  empresas  então  alavancam  mais  empréstimos  em

cima  dos  ativos  adquiridos  nos  leilões  iniciais,  para

captar  mais  recursos,  e  adquirir  novos  ativos  em  leilões

subseqüentes,      ou      aumentar      e      descruzar      suas

participações  comprando  a  parcela  de  outros  sócios.  Isso

3



significa  que  uma  empresa  em  operação  faz  uma

captação  no  mercado  para  financiar  sua  expansão  ou

entrada  em  futuros  leilões,  ao  invés  de  os  sócios

levantarem  novos  recursos  para  injetar  na  empresa  ou

adquirir  novas  participações.  Há  inúmeros  exemplos  de

tal  movimento.  Típico  desse  comportamento  são  as

estratégias  da  francesa  EDF  e  da  americana  AES  no

caso  da  Light  e  da  Eletropaulo  Metropolitana.

**6.0  -  ENDIVIDAMENTO  INTERNO:  DEBÊNTURES**

Uma  nova  e  potencialmente  perigosa  ameaça  ao  balanço

de  pagamentos  e  ao  cumprimento  da  metas  de  inflação

se  incorpora  aos  sinais  de  aquecimento  econômico  e  de

aceleração  das  importações:  a  retomada  do  interesse

pelo  crédito  de  longo  prazo  em  moeda  doméstica,  em

detrimento  das  captações  externas,  tornado  atraente  pelo

significativo  estreitamento  do  diferencial  entre  os  juros

internos  e  externos.

A  partir  do  segundo  semestre  de  2000  intensificou-se  o

interesse  pelas  captações  via  debêntures.  Esses  dados

estão  disponíveis  nas  emissões  registradas  na  CVM  –

Comissão  de  Valores  Mobiliários  no  período.  Um  exame

desses  registros  mostra  que  as  empresas  de  energia  e

de  telecomunicações  foram  as  que  mais  captaram,  sendo

o  alongamento  de  passivos  a  principal  finalidade

declarada  para  o  lançamento.

A  redução  do  apetite  das  empresas  pelo  endividamento

em  dólar,  e  o  seu  interesse  pelos  instrumentos

domésticos  de  captação,  constitui  uma  fonte  adicional  de

incerteza  para  o  financiamento  do  déficit  em  conta

corrente  em  2001.  Na  captação  de  recursos  externos  as

empresas  correm  o  risco  cambial  em  troca  de  um  custo

menor.  Mas  se  as  debêntures  se  tornam  suficientemente

longas  e  apresentam  custo  compatível  com  o  dos  títulos

externos,  desaparece  o  estímulo  para  contrair  novas

dívidas  ou  rolar  dívidas  antigas  em  moeda  estrangeira.

Tudo  se  passa  como  se  fosse  possível  obter  hedge

cambial  a  custo  zero.

Mas  é  arriscado  que  o  juro  interno  caia  a  ponto  de  tornar

as  captações  em  reais  obtidas  por  empresas  no  mercado

doméstico  mais  atrativas  que  os  créditos  tomados  no

exterior.  Apesar  de,  teoricamente,  a  taxa  de  juros  ser

calibrada  em  função  do  cumprimento  das  metas  de

inflação,  e  o  Banco  Central  declarar  não  conduzir  suas

decisões  sobre  a  política  monetária  considerando  a

correlação  entre  juros  internos  e  fluxo  de  capital  externo,

é  imensa  a  dependência  das  divisas  que  entram  sob  as

diversas  rubricas  para  fechar  as  contas  externas.

Trata-se  de  um  movimento  iniciante,  ainda  insuficiente

para  comprometer  o  fechamento  do  balanço de

pagamentos,  mas  potencialmente  perigoso  se  a  taxa  de

juros  interna  continuar  sua  trajetória  de  queda.

Se  a  migração  se  tornar  dramática,  restará  ao  Banco

Central  três  alternativas.  A  primeira  é  esperar  que  o

excesso  de  oferta  de  papéis  provoque  a  saturação  do

mercado;  a  segunda,  reformular  a  estratégia  de  juros

internos  declinantes;  a  terceira,  conviver  com  uma  alta

expressiva  da  taxa  de  câmbio.  A  desvalorização  cambial

é  uma  conseqüência  direta  da  dificuldade,  ou  falta  de

interesse  do  setor  privado,  em  rolar  dívidas  externas,  ou

adquirir  novas.

Trocas  intensas  de  dívidas  em  dólar  por  financiamentos

em  reais  tendem  a  provocar  desvalorização  cambial.

Esse  é  um  processo  com  mecanismo  de  realimentação.

Ao  introduzir  um  grave  elemento  de  incerteza  sobre  a

taxa  de  câmbio  futura,  capaz  de  encarecer  fortemente  os

empréstimos  externos,  a  própria  migração  fornece  uma

motivação  à  sua  intensificação.  A  pressão  sobre  o

câmbio,  se  pode  trazer  benefícios  do  ponto  de  vista  da

balança  comercial,  uma  das  componentes  da  conta

corrente  do  balanço  de  pagamentos,  produz  pressões

inflacionárias,  além  dos  efeitos  negativos  sobre  a  relação

dívida  líquida/  PIB,  já  que  parte  da  dívida  interna  é

denominada  em  dólar  (títulos  em  reais,  mas  corrigidos

pela  variação  cambial).

A  nova  ameaça  externa  surge  num  momento  de  provável

contração  em  um  outro  item,  essencial     para     o

fechamento  do  balanço  de  pagamentos:  os  investimentos

externos  diretos.  Quando  estes  não  são  suficientes  para

financiar     o     déficit     em     transações     correntes,     as

alternativas  são  aumentar  os  empréstimos  externos  ou

utilizar  as  reservas  cambiais.

**7.0  -  ENDIVIDAMENTO  EXTERNO:  EUROBÔNUS**

Esse  item  tem  como  objetivo  avaliar  os  custos  de

captação     das     empresas     através     da     análise     do

desempenho  dos  eurobônus  corporativos.

Em  virtude  da  limitação  de  espaço  desse  artigo,

escolhemos  apresentar  apenas  os  papéis  corporativos

relacionados     na     Tabela     1,     cujo     comportamento

analisaremos  ao  longo  dos  últimos  doze  meses,  através

dos  respectivos  yields  efetivos  e  spreads.  Os  critérios  de

inclusão  que  orientaram  a  seleção  foram  os  seguintes:

•  empresas  do  setor  de  energia  e  de  comunicações,

visto  que,  do  fluxo  de  investimento  externo  direto

entrante  no  Brasil  no  último  quinquênio,  pouco  mais

do  que  três  quartos  dirigiram-se  para  esses  setores

•  empresas  privadas  e  estatais

•  empresas  recentemente  privatizadas.

•  empresas  que  recorreram  ao  put  como  instrumento

para  reduzir  os  custos  de  captação,  em  função  dos

altos  prêmios  cobrados  pelo  “risco  eleição”

•  alguma  empresa  da  denominada  “nova  economia

7.1  Análise de yields  e  spreads

O     mercado     de     eurobônus     já  vinha     reagindo,

impulsionado  pelas  expectativas  de  redução  das  taxas

americanas  e  da  melhora  da  classificação  do  Brasil  pelas

agências  internacionais  de  rating.  As  duas  expectativas

acabaram  por  se  confirmar  já  no  início  do  ano  de  2001,  o

que  proporcionou  a  abertura  de  uma  janela  de

oportunidades  para  a  captação  de  recursos  externos.

Ao  analisar  o  risco  Brasil,  com  base  nas  taxas  dos

eurobônus,  nota-se  um  fato  curioso:  dados  da  Tabela  1

mostram  que  yields  e  spreads  não  apresentam  trajetórias

paralelas  de  queda.

Para  um  dado  papel,  o  comportamento  dos  yields

efetivos  apresentam  tendência  consistente  de  queda.

Mas  o  mesmo  não  se  verifica  nos  spreads.  Estes  caem

**Thank you for using Wondershare PDFelement.**



**You can only convert up to 5 pages in the trial version.**

**To get the full version， please purchase the program here:**

[*http://cbs.wondershare.com/go.php?pid=973&m=db*](http://cbs.wondershare.com/go.php?pid=973&m=db)