



**SNPTEE  
SEMINÁRIO NACIONAL  
DE PRODUÇÃO E  
TRANSMISSÃO DE  
ENERGIA ELÉTRICA**

GAE-28  
19 a 24 Outubro de 2003  
Uberlândia - Minas Gerais

**GRUPO VI  
GRUPO DE ESTUDO DE ASPECTOS EMPRESARIAIS - GAE**

**PERSPECTIVAS DE CONSOLIDAÇÃO DAS EMPRESAS ELÉTRICAS  
NA CRISE DE CREDIBILIDADE DAS GRANDES CORPORAÇÕES INTERNACIONAIS**

**Solange Fernandes Pinheiro\*  
UFF - UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE**

**RESUMO**

Apesar do processo de reestruturação de passivos iniciado em 2000, as empresas elétricas permanecem fortemente endividadas, em virtude das estratégias financeiras adotadas na fase inicial de privatização. A severa contração de liquidez internacional subsequente às identificações de fraudes contábeis em grandes empresas norte-americanas alterou profundamente o panorama de consolidação que se vinha delineando. O propósito deste trabalho é analisar as transformações do setor elétrico, no contexto da crise de credibilidade das grandes corporações e os desdobramentos sobre a consolidação das empresas elétricas no Brasil. Comentam-se as conseqüências de suas estratégias de endividamento com a instabilidade cambial e as dificuldades de renegociação desses passivos.

**PALAVRAS-CHAVE:** Endividamento; Estratégias empresariais; Empresas elétricas; Privatização.

**1.0 - AMBIENTE EXTERNO**

Os anos da administração Clinton revelaram uma forte expansão econômica que proporcionou à economia norte-americana o mais longo período de crescimento sustentado dos últimos trinta anos. A euforia nas bolsas de valores garantiu a expansão da riqueza, favorecendo investimentos empresariais e aumento dos gastos de consumo das famílias. O mercado de capitais refletia o *boom* econômico, gerando um efeito riqueza para as empresas e os consumidores. Os efeitos benéficos desse crescimento se espalharam pela economia mundial. Foi nesse ambiente internacional benigno que ocorreram as privatizações no Brasil.

Houve uma profunda transformação no cenário global, a partir de 2000, decorrente de uma conjugação de eventos sucessivos: o desaquecimento da economia norte-americana, após o estouro da bolha no mercado de ações, os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001 e os escândalos envolvendo fraudes nos balanços de grandes corporações.

Os impactos sobre os fluxos de capitais e de comércio também se fizeram sentir fortemente. Após quase uma década de expressivo crescimento, atingindo valores recordes em 2000, o fluxo de investimentos diretos globais caiu 50% em 2001, e estimados 27% em 2002. Os escândalos envolvendo as irregularidades na contabilidade de grandes empresas contribuíram para acentuar a aversão ao risco e a fuga para ativos de melhor qualidade.

As políticas fiscal e monetária norte-americanas fortemente expansionistas - medidas de estímulo à economia, especialmente redução de impostos, e continuidade da queda da taxa de juros -, na tentativa de contornar o encarecimento do crédito corporativo nos EUA e amenizar as conseqüências da desaceleração da maior economia do mundo, não surtiram o efeito esperado. Os dados sobre o desempenho trimestral do PIB norte-americano indicam um processo de recuperação ainda pouco consistente.

No âmbito internacional, prevalece um quadro de incerteza decorrente dos conflitos políticos e militares, do complexo panorama geopolítico mundial e das grandes transformações econômicas, não só de ordem estrutural, mas também conjuntural. O cenário da economia brasileira depende significativamente do que acontecerá no quadro internacional, especialmente no que diz respeito ao desempenho da economia norte-americana.

\*Departamento de Engenharia de Produção - Rua Passos da Pátria, 156, Prédio Novo da Engenharia, sala 306; São Domingos - Niterói - RJ - CEP 24210-240; tel.: (21) 26 22-22 42 ou (21) 2620-70 70, ramal 228; email: solangep@urbi.com.br

O Brasil vem promovendo um forte ajuste nas contas externas. As necessidades de financiamento internacional vêm-se reduzindo, mas, ainda assim, segundo estimativas do Banco Central - janeiro de 2003 -, será necessário captar cerca de US\$ 34 bilhões em 2003: aproximadamente US\$ 6,5 bilhões para cobrir o déficit em conta corrente e US\$ 27,5 bilhões de amortizações da dívida externa. Entretanto esse montante de amortizações não contempla o resgate antecipado de papéis que ocorreu ao longo de 2002. Estimativas não oficiais apontam para amortizações significativamente menores, em torno de US\$ 20 bilhões.

É oportuno observar que o comportamento do balanço de pagamentos em 2002 indica forte probabilidade de descompressão das contas externas brasileiras nos próximos anos. A dívida externa do setor privado está em nítida trajetória de queda, comportamento que deverá persistir em 2003. As conversões de dívida em investimento e o resgate antecipado de títulos - os baixos preços da dívida brasileira no mercado secundário constituíram forte estímulo à sua aquisição no exterior pelos próprios emissores - representam liquidação antecipada de compromissos com vencimentos que estariam escalonados para os próximos anos, o que reduz a pressão futura sobre o balanço de pagamentos. Quando o ambiente externo se tornar benigno, poderá abrir-se a oportunidade para um novo ciclo de endividamento corporativo.

## 2.0 - O DESINVESTIMENTO ESTRANGEIRO

A tendência de redução do volume de investimento estrangeiro no Brasil verificada ao longo de 2002 vem-se acentuando. Por motivos diversos, empresas de setores tão diferentes quanto o bancário, o de saneamento e o de telefonia, além de empresas elétricas, estão deixando o país ou reduzindo o ritmo de atividades.

A Bell South negocia a venda de suas participações na área de telefonia, entre elas a BCP e a BSE. O banco espanhol Bilbao Vizcaya Argentaria, controlador do BBV Banco, retirou-se do mercado brasileiro vendendo-o ao Bradesco. Já a filial inglesa Thames Water, da alemã RWE, deixou o Brasil sem conquistar uma única concessão de saneamento depois de quatro anos no País.

Esse recuo está relacionado principalmente à retração da economia mundial. Parte significativa das empresas que se retiram enfrenta dificuldades em seus países de origem. Incapazes de levantar recursos no mercado de capitais, são forçadas a vender ativos em outros países para reduzir perdas. É importante destacar que o Brasil permanece como um grande receptor de investimentos, ocupando o sétimo lugar nesse ranking e o segundo entre os emergentes em 2002.

O processo de consolidação bancária, com a conseqüente saída de instituições estrangeiras do Brasil, tem outras motivações. Os bancos estrangeiros encontraram bancos locais competitivos e boa parte jamais obteve a rentabilidade esperada. Para lucrar o projetado, essas instituições financeiras precisavam investir mais para ganhar escala. Mas o quadro de retração internacional inviabilizou os novos investimentos. Além disso seria indispensável contar com um câmbio relativamente estável, pois balanço

local fechado com um real altamente desvalorizado faz os ativos locais perderem muito valor sob o ponto de vista dos acionistas estrangeiros, a quem só os resultados em moeda forte interessam. Por esse motivo os acionistas passaram a considerar como excessivamente arriscados os investimentos na América Latina. Quando se delineou a crise em seus países de origem, o recuo foi inevitável. Levantamentos mostram que o desinvestimento no setor bancário atingiu R\$ 17 bilhões em 2002. Foi a primeira vez que sua participação no setor bancário recuou, desde 1994, quando a quebra de grandes instituições nacionais levou o governo brasileiro a reduzir as barreiras à entrada de instituições financeiras estrangeiras. A retirada dos bancos internacionais não é recente. Já em julho de 2000 o português Caixa Geral de Depósitos vendia o Bandeirantes, adquirido em 1998, para o Unibanco.

No setor de telecomunicações é esperado o início de um movimento de saída de empresas estrangeiras a partir de julho de 2003, quando se completam cinco anos da privatização do Sistema Telebrás, e passa a ser permitida legalmente a troca de controle de empresas do setor. Há necessidade de consolidação para que as empresas possam obter ganhos de escala. A Bell South e a TIW estão entre as empresas que devem recorrer à segunda opção. Cabe destacar que nas telecomunicações grupos internacionais estarão entre os grandes compradores, diferentemente do que vem ocorrendo no setor bancário, no qual empresas nacionais vêm ocupando o espaço deixado por estrangeiras. Grupos estrangeiros como a Portugal Telecom, a Telefônica e a Telecom Americas têm interesse em expandir suas atividades.

No caso das empresas elétricas é maior o grau de complexidade do problema. Parte significativa das empresas do setor já estava muito alavancada quando o racionamento levou os consumidores a reduzirem drasticamente seus gastos com energia. A turbulência do mercado produziu uma dramática desvalorização cambial, multiplicando as dívidas contraídas em moeda americana, e afetando ainda mais o equilíbrio econômico-financeiro das companhias. Por fim, as indefinições regulatórias contribuíram para elevar o risco do negócio. Só não ocorreu uma retirada de empresas porque a dificuldade de encontrar compradores tem sido um empecilho a este movimento.

As concessionárias privatizadas controladas por empresas estrangeiras estão em sua maioria bastante endividadas. Suas controladoras podem ser divididas em dois grupos. No primeiro encontram-se as empresas que em seu país de origem estão em crise, em situação financeira delicada ou com demanda em retração, como é o caso das controladoras norte-americanas. No segundo grupo situam-se as controladoras européias, que, ou já têm um alto grau de exposição na América Latina, ou pretendem rever suas estratégias de atuação global, com possibilidade de redirecionar investimentos para outros países ou voltar a concentrar negócios em seus países de origem. O perfil das empresas nacionais controladoras de concessionárias privatizadas também é bastante diversificado, mas o ponto em comum é a situação financeira pouco confortável. Em alguns casos também é alta a probabilidade de dificuldades crescentes para

fazer face a pagamento de dívidas. O endividamento é elevado e a geração de caixa não atende às necessidades de amortização futura da dívida. Há propensão a adiamento de investimentos, acarretando queda na qualidade do serviço e redução dos programas de investimento, pela incapacidade de financiá-los.

A prioridade do pagamento de dívidas em relação aos investimentos se reflete nos dados divulgados pela Aneel relativos à queda na qualidade do serviço em várias concessionárias. O número de horas sem energia teve elevação na Cerj (22%) e na Light (29%), dentre outras. A maior deterioração da qualidade dos serviços foi registrada na Eletropaulo, não por acaso, com enorme dificuldade de renegociar seus passivos: um aumento de 34,25% no número de horas sem energia (novembro 2001-outubro 2002, contra mesmo período no ano anterior).

Em muitos casos, independentemente do controlador ser nacional ou estrangeiro, contribui para tornar a questão ainda mais complexa a presença de fundos de pensão estatais e do BNDES - detentores de parcela expressiva do capital dessas empresas, e, no caso do BNDES, credor de parte significativa da dívida - ainda remanescentes das composições estabelecidas para viabilizar os leilões de privatização, bem como um intrincado emaranhado de participações societárias cruzadas, de conversões de ações ordinárias (com direito a voto) e preferenciais (sem esse direito), e a falta de transparência nas transações entre partes relacionadas e entre empresas do mesmo grupo ou de sócios comuns. Cabe ressaltar que esse agravante não constitui particularidade das empresas elétricas. A Companhia Vale do Rio Doce, uma das primeiras e considerada a mais bem sucedida das privatizações, depois de um longo e penoso processo de descruzamento acionário com a Companhia Siderúrgica Nacional - CSN, corre o risco de controle majoritário por fundos de pensão com a venda por parte da mineradora anglo-australiana BHP Billiton e seus sócios de suas participações na Valepar, controladora da Vale, para a CSN. É oportuno lembrar que a CSN deixou a Vale apenas em dezembro de 2001, após um longo e tortuoso processo de reestruturação societária.

### 3.0 - A REESTRUTURAÇÃO DE PASSIVOS

A escassez de crédito global e a forte depreciação do câmbio provocaram uma onda de reestruturação de dívidas das empresas brasileiras em 2002. Entre operações concluídas e em andamento as negociações somavam cerca de R\$ 23 bilhões no final de 2002 (considerando dólar a R\$3,54 no fechamento do ano). Mesmo empresas exportadoras, com expressivo faturamento em dólares, como é o caso da Klabin, foram forçadas a renegociar seus passivos.

A desvalorização cambial de cerca de 54% em termos nominais no ano abalou seriamente a capacidade das empresas endividadas em dólar e com receitas em reais de pagar suas dívidas. Um exemplo é a Eletropaulo Metropolitana que reestruturou pouco menos de R\$ 2 bilhões em 2002 com investidores nacionais e estrangeiros. A dívida total da empresa até setembro, de acordo com o balanço do terceiro

trimestre, subiu 25% em relação a 2001, atingindo o montante de R\$ 5,3 bilhões. A concessionária sofreu com a deterioração da saúde financeira de sua matriz, a norte-americana AES, o que contribuiu para agravar suas restrições de crédito.

As empresas de telecomunicações e energia elétrica, prestadoras de serviços com receitas em reais, protagonizaram parte significativa das reestruturações em 2002. Além de Eletropaulo e AES Elpa, outras elétricas fecharam acordos importantes, como a distribuidora gaúcha AES Sul, a Caiuá pertencente ao grupo Rede e as Centrais Elétricas de Santa Catarina - Celesc. A Light, pesadamente endividada, aportou US\$1,2 milhão ao longo de 2002.

TABELA 1 - DÍVIDAS RENEGOCIADAS  
Principais Operações em Andamento em Janeiro de 2003

EMPRESA	US\$ milhões	R\$ milhões	Particip. (*)
ELÉTRICAS	676	900	14%
total			
CEMAR	-	560	
AES Elpa	85	-	
ELETROPAULO	475	150	
AES Sul	-	190	
CAIUÁ(grupo Rede)	55	-	
CELESC	61	-	
TELECOMUNICAÇÕES	3070	-	48%
total			
EMBRATEL	1300	-	
INTELIG	170	-	
BGP	1600	-	
MÍDIA	1500	1200	29%
total			
GLOBOPAR	1500	-	
NET	-	1200	
DEMAIS	610	-	9%
total			
KLABIN	110	-	
VARIG	500	-	
TOTAL	5856	2100	

(\*) Participações calculadas convertendo dólar a R\$3,54, cotação de 30/12/2002

O ano de 2002 foi atípico na quantidade de vencimentos de passivos em moeda estrangeira, resultado da grande liquidez vivida em 1997, no qual as empresas aproveitaram as condições de captação excepcionalmente favoráveis e captaram com prazos médios de oito anos ou mais - para se beneficiarem de isenções de imposto de renda -, mas com opções de *put* vencendo em cinco anos, ou seja, em 2002, ano eleitoral. O cenário global adverso trouxe como consequência a redução da oferta de crédito para países como o Brasil, o que contribuiu para a depreciação cambial, num quadro marcado por incertezas eleitorais. Essa combinação atingiu duramente empresas endividadas em dólar, que viram seus débitos crescerem acentuadamente em comparação com seu fluxo de caixa. Como o mercado externo estava praticamente fechado a novos empréstimos, muitas companhias optaram por reestruturar suas dívidas, alongando prazos, obtendo carências ou conseguindo redução dos encargos.

As reestruturações devem continuar a ocorrer em volume significativo. Muitas renegociações que

começaram em 2002 devem se estender ao longo deste ano. A dificuldade na rolagem das dívidas corporativas permanecerá em 2003. Um recuo acentuado do dólar poderia amenizar o impacto sobre o endividamento das empresas. Em condições macroeconômicas mais estáveis o número de reestruturações poderá diminuir.

Em janeiro de 2003 estavam em reestruturação cerca de US\$ 6 bilhões em passivos externos. As negociações, que consistiram fundamentalmente na alteração de prazos e condições de pagamento, têm sido complexas, e em parte resolvidas em acordos com os credores. Entretanto, no momento em que esse artigo está sendo escrito (janeiro de 2003), há pendências em montantes elevados ainda sendo negociadas, como é o caso do passivo de curto prazo da operadora Embratel, cuja dívida chegava a US\$ 1,3 bilhão. A Globopar é outra empresa em reestruturação de dívida, estimada em US\$ 1,5 bilhão, cujo processo se arrastava desde o primeiro semestre de 2002 e ainda não havia sido concluído em janeiro de 2003.

A escassez de crédito que atingiu as empresas brasileiras em 2002 foi a pior desde a crise da dívida externa no final dos anos oitenta. Estimativas apontam para uma taxa de rolagem no ano de 2002 em torno de um terço para papéis - *bônus*, *notes* e *commercial papers* respondem pela maior parte - e de dois terços para as operações de empréstimos.

O exercício de opções de *put* e a recompra de papéis intensificou-se no segundo semestre, o que reforçou a pressão sobre o balanço de pagamentos. Sem conseguir renovar os compromissos externos, o setor privado teve de adquirir dólares para quitar débitos. Isso ajudou a pressionar a cotação do câmbio, que bateu sucessivos recordes. Esse cenário negativo foi agravado pelas incertezas do processo eleitoral e um ambiente internacional desfavorável com perspectiva de conflitos militares, identificação de fraudes na contabilidade de grandes corporações norte-americanas, agravamento da crise da Argentina e economia mundial com desempenho sofrível. Num cenário de tamanha volatilidade as empresas evitaram emitir novos títulos de dívidas, preferindo quitá-las com recursos próprios, quando possível, ou reestruturar os passivos existentes ou renegociá-los.

A variação cambial de 54% no ano foi extremamente danosa para as empresas que emitiram dívida. A tabela 2 mostra, na data de 9 de janeiro de 2003, os preços de diversos eurobônus de empresas brasileiras de alto endividamento. Os papéis da República do Brasil (Brazil 04 e Brazil 07) estão incluídos para permitir comparação. Note-se que após a forte concentração de vencimentos ao longo do ano de 2002, restam pouco papéis brasileiros de empresas não financeiras no mercado secundário de títulos. O eurobônus da Cesp lançado em maio de 2002, de US\$ 150 milhões e prazo de 36 meses, foi a última captação externa antes de o mercado se fechar para as emissões brasileiras. Mas em janeiro de 2003 já retomava alguma movimentação, com a emissão papéis de bancos, de curto prazo, e de algumas empresas, principalmente exportadoras.

Analisemos por exemplo o eurobônus da Cesp com vencimento em maio de 2005 com *put* em maio de 2003, que em 9/1/2003 estava cotado a 82% do valor

de face, com *yield* de 78% a.a. A empresa é o que restou da antiga Cesp, desmembrada e em parte privatizada, ainda pertence ao Estado de São Paulo, e a geração de caixa é insuficiente para pagar as dívidas. Significa, portanto, aplicação de alto risco.

Chama a atenção o caso do eurobônus da Light que a um mês do vencimento era cotado a 95% do valor de face, um *yield* extremamente elevado, de 67% a.a. A comparação com as cotações dos mesmos papéis um ano antes permite verificar a magnitude do choque de custos de captação que reflete a contração do crédito externo e a aversão ao risco dos papéis brasileiros. Em 08 de janeiro de 2002 o mesmo eurobônus da Light estava cotado a 101,5% do valor de face, com um *yield* de 6,55%. Esse caso ilustra o nível de desconfiança em relação à capacidade de pagamento das empresas.

A Globo Cabo é um caso de *default*. Seu título, com vencimento em junho de 2004, estava valendo 40% do valor de face em janeiro de 2003, com *yield* de 104%.

TABELA 2 - COTAÇÕES - TÍTULOS SELECIONADOS  
Data: 09/01/2003

09/jan/03	Maturity	Features	Offer Yield	Spread
Light	15/fev/03		67,20	-
Cesp	05/mar/04		39,69	3.824
Globo Cabo	18/jun/04	put waived	104,22	10.267
Net Sat	05/ago/04	put waived	96,46	-
Klabin	12/ago/04		31,38	2.978
Cia Hering	16/out/04	put 16/out/03	97,95	-
Cemig	18/nov/04		15,54	1.385
Brazil	15/abr/04		10,50	901
Cesp	09/mai/05	put 09/mai/03	78,14	7.695
Sabesp	28/jul/05		20,48	1.849
Odebrecht	24/out/05	put 24/out/03	40,00	3.867
RBS	01/abr/07		30,70	2.796
CSN	01/jun/07		15,58	1.277
Brazil	26/jul/07		16,93	1.405

Fonte: BB Securities, Emerging Markets Eurobond Report – Long List; 09 de janeiro de 2003.

#### 4.0 - ESTRATÉGIAS DE ENDIVIDAMENTO

Na esteira dos questionamentos dos modelos financeiros vigentes nos países em que as relações de propriedade eram concentradas no Estado, ocorreu, na década de noventa, a privatização do setor elétrico. Os arranjos financeiros para as participações nos leilões nortearam as composições acionárias na primeira fase do processo. A segunda etapa já começara a se esboçar, com descruzamentos acionários - como o ocorrido entre Light e Eletropaulo, entre Bandeirante e CPFL -, criação de *holdings* para reunir os diversos ativos - como no caso da Guaraniã e da CPFL Energia -, movimentos de verticalização, para garantir geração própria, e criação de subsidiárias de comercialização, telecomunicações e prestação de serviços, com o objetivo de tirar partido de sinergias.

Os empréstimos e financiamentos contraídos nos últimos anos colocaram o setor elétrico na liderança dos mais endividados: um quarto do endividamento total das empresas de capital aberto. Apesar do processo de redução de passivos iniciado em 2000, as empresas encontram-se ainda bastante endividadas,

em virtude das estratégias financeiras adotadas na fase inicial de privatização.

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 permaneceriam no Brasil, da retirada de alguns grupos estrangeiros, bem como de outros agentes, como por exemplo os fundos de pensão, que participaram da primeira fase da privatização. 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.

O desenho financeiro mais utilizado tem a seguinte configuração. 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 trocados por outros mais longos, como debêntures, eurobônus, ou empréstimos sindicalizados. Em paralelo 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 dando como garantia os ativos adquiridos nos leilões iniciais, com o propósito de comprar novos ativos em leilões subseqüentes, ou aumentar e descruzar suas participações adquirindo a parcela de outros sócios. Isso 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. Típico desse comportamento são as estratégias da francesa EDF e da norte-americana AES no caso da Light e da Eletropaulo Metropolitana. Os grupos nacionais também utilizaram o mesmo expediente.

Com a incorporação das empresas criadas na ocasião da privatização, as elétricas passaram a incluir em seus balanços a dívida referente a sua própria venda. Assim, quase toda capacidade financeira de que as companhias dispunham foi comprometida com aquisições, fusões ou incorporações de empresas, sendo os compromissos decorrentes cobertos com o caixa gerado pelas próprias concessionárias. Por exemplo, no caso da Eletropaulo, as holdings AES Elpa e AES Transgás têm débitos originados do financiamento da aquisição da distribuidora.

Além do movimento de compra de ativos, o processo de concentração do setor também apontava para uma sinergia dentro dos grandes grupos. Estavam em curso dois tipos de consolidação: a transferência do controle de empresas e a consolidação de um grupo já existente e que se encontrava fragmentado. As empresas elétricas já haviam dado início ao processo de descruzamentos acionários posterior à segunda onda de aquisições, a exemplo do que aconteceu no setor de siderurgia. Alguns já haviam chegado a termo, como é o caso das participações cruzadas entre Light e Eletropaulo Metropolitana, envolvendo EDF e AES,

respectivamente, concluído no início de 2002. Mas o cataclisma contábil iniciado pela quebra da Enron afetou profundamente a direção e a continuidade desse movimento. Esse escândalo disparou uma seqüência de identificações de fraudes contábeis em grandes empresas norte-americanas, hoje assoladas pelas conseqüências de suas “contabilidades agressivas”, eufemismo para designar os inúmeros e diversificados expedientes contábeis utilizados para alavancar seus lucros e gerar enormes ganhos para seus executivos. Outra característica das empresas que estão no centro da crise de credibilidade é que pertencem aos dois grandes setores nos quais a desregulamentação foi mais intensa: energia e telecomunicações.

A severa contração da liquidez internacional subseqüente já começou a alterar profundamente o panorama de consolidação das empresas elétricas que se vinha delineando. As empresas multinacionais de energia norte-americanas, detentoras das maiores aquisições de empresas distribuidoras – Enron, AES, Duke – estão sob investigação da SEC, a CVM americana, ou sob cobrança de desempenho da parte de seus acionistas e, com dificuldade de rolar seus passivos, tendem a desfazer-se de seus ativos brasileiros para fazer caixa. O impacto sobre as empresas brasileiras é ainda de amplitude desconhecida, mas certamente significativo.

Nessa onda de choque contábil, as empresas brasileiras controladas por européias procuraram caminhos diferentes para reestruturar seus passivos. No caso da Light a controladora, a estatal francesa EDF, aportou capital reduzindo sua dívida, para evitar os altos custos de captação e encurtamento de prazos decorrentes do aumento da aversão ao risco. Os espanhóis, mais expostos na Argentina, devem assumir atitude cautelosa, reavaliar riscos e reduzir investimentos. Emblemático é o caso da distribuidora maranhense Cemar, que, em *default* após a decisão do controlador de não aportar mais recursos, encontra-se sob intervenção da Aneel desde o segundo semestre de 2002. A controladora norte-americana PPL - Pennsylvania Power Light, que a adquiriu em 2000, após oferecê-la sem sucesso à também norte-americana Franklin Park Energy pela quantia simbólica de R\$1,00, abandonou a concessão e deu baixa contábil em seus investimentos no Brasil.

Com alto endividamento em moeda estrangeira e com as receitas reduzidas devido ao nível de consumo de energia inferior ao projetado nas avaliações que precederam as aquisições, conseqüência do racionamento e das altas tarifas, que induzem os consumidores a poupar energia, as empresas do setor elétrico encontram-se em situação financeira extremamente delicada. O esforço de alongamento e mudança de composição dos passivos, que estavam sendo equacionados após a primeira onda de desvalorização cambial de janeiro de 1999, ficou extremamente prejudicado com a segunda onda de desvalorização, ocorrida em 2002. A estratégia de procurar substituir endividamento externo por dívida em moeda doméstica, captando recursos através de debêntures ou notas promissórias, também se mostrou onerosa na medida em que os títulos de dívida corporativa interna, em sua maioria atrelados ao IGPM ou ao CDI, também sofreram o impacto do aumento da

inflação, à qual esses indicadores estão relacionados, e, nas emissões novas, da aversão ao risco, o que se refletiu na elevação do patamar de juros exigidos pelos tomadores.

Dados da CVM referentes aos balanços das empresas do setor elétrico revelam que cerca de dois terços da dívida estavam atrelados ao dólar. O perfil do endividamento é também bastante desfavorável: pouco mais de um quarto do total de dívidas – aí incluídas também as em moeda doméstica – vencem até o final de 2003. A geradora Cesp, empresa mais endividada entre todas as elétricas, foi a mais prejudicada pela desvalorização cambial, pois cerca de 80% de sua dívida estava atrelada ao dólar.

## 5.0 - CONCLUSÃO

A severa contração da liquidez internacional alterou profundamente o panorama de consolidação das empresas elétricas que se vinha delineando. As empresas, pesadamente endividadas em dólar em virtude de estratégias adotadas durante a privatização, e oneradas pelas sucessivas desvalorizações cambiais, com dificuldade de rolar seus passivos, tendem a desfazer-se de seus ativos brasileiros para fazer caixa. O movimento só não está ocorrendo por falta de compradores.

A desaceleração da economia global e a contração de fluxos financeiros não contribui para gerar um ambiente propício à aquisição das empresas brasileiras por grandes grupos internacionais de energia, apesar da gigantesca queda do valor de mercado dessas companhias. Restaria a possibilidade de grandes grupos nacionais ocuparem o espaço dos controladores estrangeiros, especialmente na conjugação desfavorável em que as matrizes norte-americanas passam por crises gravíssimas, e suas controladas brasileiras se defrontam com a incapacidade de honrar passivos incompatíveis com seus fluxos de caixa. Equacionar o alto endividamento das empresas elétricas sem recorrer à sua reestatização, quer direta quer indireta, será um dos grandes desafios da economia brasileira nos próximos anos.

## 6.0 - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- (1) Banco Central do Brasil, Rolagem de Instrumentos Cambiais. 31 de janeiro de 2003
- (2) Banco Central do Brasil, Nota para a Imprensa – Setor Externo. 23 de janeiro de 2003
- (3) Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação – Setor Externo. 30 de dezembro de 2002
- (4) Banco Central do Brasil, Focus sobre a Formação Bruta de Capital Fixo no Brasil. Fevereiro de 2003
- (5) Banco Central do Brasil, Focus - Relatório de Mercado. 11 de fevereiro de 2003
- (6) Banco Central do Brasil, Notas da 80ª Reunião do Copom. 29 de janeiro de 2003
- (7) BB Securities, Emerging Markets Eurobond Report – Long List. Diversos números, de janeiro de 2000 a fevereiro de 2003.
- (8) BB Securities, Brazil Eurobond Update; diário; 2000 a 2003.

- (9) BNDES, Setor Elétrico: Ranking e Perfil das Empresas, Cadernos de Infra-Estrutura. Novembro de 2001.
- (10) Carneiro, Dionísio Dias, Carta Econômica Galanto. Janeiro de 2003
- (11) Carvalho, Fernando Cardim de, Sistema Financeiro Internacional: Tendências e Perspectivas. In Financiamento do Setor Elétrico Brasileiro. Oliveira, Adilson e Pinto Jr, Helder (orgs.). Garamond. 1998.
- (12) CVM – Comissão de Valores Mobiliários, Emissões Registradas. Fevereiro de 2003.
- (13) Ferraz, João Carlos, Iootty, Mariana, Fusões, Aquisições e Internacionalização Patrimonial. In O Brasil e os Desafios da Globalização, Veiga, Pedro da Motta (org.). Relume-Dumará. 2000.
- (14) Instituto de Economia da UFRJ, Boletim de Economia e Conjuntura. Dezembro de 2002
- (15) Kawall, Carlos, Privatização do Setor Elétrico no Brasil. In Privatização no Brasil- o Caso dos Serviços de Utilidade Pública, org. Armando Castelar Pinheiro, ed. BNDES. Fevereiro 2000
- (16) Ocampo, José Antonio, A Broad Agenda for International Finance Reform. In: Financial Globalization and the Emerging Economies. Editors: Ocampo, Zamagni, French-Davis, Petrobelli. CEPAL. United Nations Publications. 2000, pp. 41-62.
- (17) Pereira, Thiago R., Endividamento Externo e o Ajuste Financeiro da Grande Empresa Industrial na Primeira Metade dos Anos 90, Revista de Economia Contemporânea, Instituto de Economia da UFRJ, Volume 5, Nº 2.
- (18) Pinheiro, Solange Fernandes, Estratégias Financeiras e Custos de Captação das Empresas Elétricas, XVI SNPTEE - Seminário Nacional de Produção e Transmissão de Energia Elétrica. Outubro 2001.
- (19) Pires, J. C. Linhares, Giambiagi, Fabio, Sales, André F., As Perspectivas do Setor Elétrico após o Racionamento, BNDES, Texto para Discussão Nº 97. Outubro de 2002
- (20) SOBEET - Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica. Fluxos de Investimento Direto Estrangeiro para o Brasil em 2002. In Boletim da SOBEET. Ano I, nº 13. São Paulo. Janeiro 2003.
- (21) SOBEET - Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica. Os Determinantes do Investimento Direto Estrangeiro e as Estratégias das Transnacionais: O Caso do Brasil. In Carta da SOBEET. Ano II, nº 15. São Paulo. Outubro 2000.
- (22) Studart, Rogério, Securitização, derivativos e investidores institucionais: um novo padrão de financiamento de longo prazo?. In Financiamento do Setor Elétrico Brasileiro. Oliveira, Adilson e Pinto Jr, Helder (orgs.). Editora Garamond. 1998.
- (23) Tolmasquin, Maurício T., Oliveira, Ricardo G., Campos, Adriana F., As Empresas do Setor Elétrico Brasileiro: Estratégia e Performance, Cenergia Editora. Janeiro de 2003.