



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

GEC 26
14 a 17 Outubro de 2007
Rio de Janeiro - RJ

GRUPO VI – GRUPO DE ESTUDO DE COMERCIALIZAÇÃO, ECONOMIA E REGULAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA - GEC

CUSTOS EM ESTRATÉGIAS DE FINANCIAMENTO DE EMPRESAS ENERGÉTICAS

SOLANGE FERNANDES PINHEIRO*

LUIZ HENRIQUE DE SOUZA AGUIAR COUTINHO**

UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE - UFF

FURNAS CENTRAIS ELÉTRICAS S.A.

RESUMO

A análise da captação de recursos corporativos de longo prazo em 2006 é o tema desse trabalho. No mercado de crédito externo compararam-se os custos de emissão de eurobônus, cuja evolução é abordada através das trajetórias dos retornos efetivos, ou *yields*, e dos prêmios, ou *spreads*. No doméstico, avaliam-se captações através de debêntures, de FIDCs - Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, e dimensionam-se as participações de notas promissórias, e de ações no financiamento corporativo. Discute-se a tentativa de estruturação de um mercado secundário de debêntures através de formadores de mercado. Abordam-se os condicionantes externos que caracterizam o principal risco para o Brasil: uma reversão abrupta da abundância de liquidez internacional, conjugada a uma frustração de expectativas quanto à moderação no desaquecimento da economia norte-americana.

PALAVRAS-CHAVE

Endividamento; Empresas Elétricas; Eurobônus; Debêntures; Securitização de Recebíveis

1.0 - INTRODUÇÃO

O desempenho da economia brasileira em 2006 foi bastante positivo. Estimativas recentes apontam para um crescimento do PIB em torno de 3% e superávit recorde na balança comercial, de US\$ 46 bilhões. Os indicadores de solvência externa deram continuidade à trajetória de melhoria, com destaque para a acumulação de reservas, que encerraram o ano em US\$ 86 bilhões - equivalente a 11 meses de importações -, e para a queda da relação dívida líquida do setor público/PIB, para cerca de 50% em 2006, contra 57,2 % em 2003.

Apesar do nível recorde de remessas de lucros e dividendos, um incremento de 30%, as transações correntes fecharam 2006 com saldo positivo de US\$14 bilhões, praticamente o mesmo resultado de 2005. As indústrias responderam por 52% dos lucros enviados. Entre os segmentos líderes destacam-se empresas de eletricidade e gás, indústria automobilística e instituições financeiras. A necessidade de financiamento externo atingiu US\$ 32 bilhões, estimados 3,4% do PIB, ante 3,7% em 2005. O déficit nominal foi de estimados 3,24% do PIB, contra 3,06% em 2005, ligeira alta, mas bem abaixo do déficit de 5,1% em 2003.

A inflação mudou de patamar, pressionada para baixo pela queda do dólar: o IPCA fechou o ano em 3,14%, abrindo espaço para a redução acentuada da Selic. O mercado de trabalho mostrou melhoria: tanto a massa salarial quanto o número de empregados cresceram ao longo do ano.

O volume de vendas no varejo aumentou em ritmo acelerado - 6,2%, acumulado até novembro -, e a produção industrial cresceu 3,06%. O grande destaque foi a alta da demanda doméstica, com a expansão de 3,8% do consumo das famílias e de 6,3% dos investimentos. O forte incremento das importações, 18%, supriu boa parte da expansão da demanda doméstica.

(*) Departamento de Engenharia de Produção; Rua Passos da Pátria, 156, Prédio Novo, sala 306; São Domingos - Niterói - RJ - CEP 24210-240; tel.: (21)26 22-2242 ou (21)26295432; email: solangep@urbi.com.br

(**) Furnas - DGM.T; Rua Real Grandeza 219, bloco C, sala 1603.3; Botafogo - Rio de Janeiro - RJ; CEP 22283-900; tel.: (21)2528-5089; email: coutinho@furnas.com.br

A situação confortável do balanço de pagamentos, proporcionada pelo ambiente internacional benigno - crescimento vigoroso do comércio mundial e elevação dos preços das *commodities* - permitiu reduzir a dívida externa, com antecipação do reembolso dos empréstimos do FMI e dos títulos Brady, e, pela primeira vez, fez com que os investimentos brasileiros no exterior, da ordem de US\$ 27 bilhões, superassem os ingressos de investimentos estrangeiros diretos no Brasil.

O ambiente de negócios das empresas no âmbito global também evolui de forma muito favorável: sua lucratividade tem sido maior do que prevista. No Brasil, o processo de consolidação das empresas do setor elétrico teve continuidade, com rearranjos societários e agrupamento de ativos sob o comando de uma *holding*, após a interrupção provocada pela crise do seu endividamento, pelo racionamento e pelos escândalos dos balanços maquiados da Enron, que respingaram também na AES, El Paso e Duke. Nessa nova fase, a tendência é que ocorra alguma concentração, com reavaliação de sinergias: empresas menores podem tornar-se alvos das grandes concessionárias, agora capitalizadas.

Mas a permanência de cenário global benigno por tempo prolongado leva a uma certa condescendência com os riscos. Suspeitas sobre o agravamento do desaquecimento da economia norte-americana detonaram uma onda de instabilidade a partir do final de fevereiro de 2007, fazendo retornar a volatilidade aos mercados financeiros mundiais. A preocupação com o baixo custo de financiamento de posições alavancadas ao nível global tem feito com que os banqueiros centrais dos principais países venham há algum tempo elevando os juros básicos, buscando o difícil compromisso entre induzir um ajuste suave para baixo nos preços dos ativos e evitar provocar danos excessivos aos investimentos e ao crescimento das economias, o que é de difícil execução. No momento em que esse trabalho está sendo escrito ainda é difícil avaliar até que ponto o episódio é suficiente para provocar mudanças estruturais. O principal fator de preocupação reside no risco de pouso forçado - *hard landing* - da economia norte-americana, o que tenderia a reduzir substancialmente o crescimento da economia mundial e a disponibilidade de financiamento para as emergentes.

2.0 - ENDIVIDAMENTO EXTERNO: EUROBÔNUS

A conta de capital e financeira registrou saldo positivo de US\$17 bilhões no ano, com destaques para os ingressos líquidos em investimentos estrangeiros diretos, que cresceram 25%, para as saídas direcionadas à constituição de investimentos brasileiros no exterior, e para a amortização referente a antecipações de pagamento de empréstimo. Os investimentos estrangeiros diretos alcançaram US\$19 bilhões. Destaque-se a elevação dos ingressos nos setores industriais, especialmente metalurgia; e em serviços, principalmente intermediação financeira e atividades imobiliárias.

Em dezembro de 2006 as reservas internacionais totalizaram US\$ 86 bilhões. O Banco Central ampliou suas compras líquidas de dólares de US\$ 22 bilhões durante 2005 para US\$ 32 bilhões de janeiro a novembro de 2006. A dívida externa pública fechou o ano em de US\$76 bilhões, cerca de 8,5% do PIB, atingindo seu menor valor desde o início da série, em 1970, e bastante distante dos 36% do PIB em 2002. Como esse valor é inferior ao das reservas, liquidamente, a dívida externa pública encontra-se neutralizada no final de 2006.

A dívida externa de médio e longo prazos (pública e privada) encerrou 2006 em US\$ 169 bilhões, ligeiramente abaixo do ano anterior, e estimados 17,6% do PIB, contra 21,3% do PIB em 2005. O comportamento favorável da moeda norte-americana e a implementação de estratégias de redução do endividamento do governo contribuíram para o desempenho do indicador. A taxa de rolagem dos empréstimos externos mais do que duplicou, atingindo 192% - ante os 82% de 2005 -, assim discriminados: endividamento via títulos, rolagem de 167%; operações de empréstimos diretos, rolagem de 210%. Em 2005, o nível de rolagem dos empréstimos feitos com a emissão de título foi de 77%, e o dos empréstimos diretos, de 98%. No que tange à dívida denominada em moeda doméstica - títulos federais fora do Banco Central - houve acentuada melhoria do perfil do endividamento: a parcela pré-fixada elevou-se de 27% para 34% do total da dívida, e a pós-fixada reduziu-se de 52% para 38%.

O ano de 2006 se encerrou com o risco Brasil em seu mínimo histórico, pouco abaixo de 200 pontos básicos, uma redução de quase 40% no período. A tendência de queda sofreu alguma reversão em meados do segundo trimestre, em virtude de turbulências no mercado financeiro provocadas pela expectativa quanto ao gradualismo da elevação da taxa de juros norte-americanas, a partir da alteração da política monetária expansionista do Fed, o banco central dos EUA, e quanto ao teste de atuação de seu novo presidente, Ben Bernanke. Constatado que as alterações permaneceriam graduais, e que o impacto da realocação de portfólio dos investidores internacionais seria marginal, os custos de captação dos papéis brasileiros retomaram sua trajetória de queda, terminando 2006 em níveis recordes de baixa. Favorecidos pela queda do custo de capital, que baixou em todo o mundo, empresas e governo tiveram sucesso em lançar bônus em reais e títulos perpétuos.

Nesse item a análise do desempenho dos eurobônus corporativos no período janeiro de 2006 a fevereiro de 2007 será o instrumento utilizado para avaliar os custos de captação das empresas. Baseia-se no estudo do comportamento, para os papéis corporativos relacionados na Tabela 1, ao longo do período, dos respectivos *yields* - rentabilidades efetivas - e *spreads* - diferença entre o retorno do título e o da Letra do Tesouro norte-americano de prazo equivalente. Títulos soberanos foram incluídos como referência para os demais. Os dados da Tabela 2 e a Figura 1 dão suporte às conclusões e complementam os comentários.

TABELA 1 - EUROBÔNUS Corporativos Seleccionados e Datas de Vencimento

Longos	Curtos
PETROBRÁS setembro 2014	SABESP junho 2008
ELETOBRÁS novembro 2015	
TELEMAR dezembro 2013 callable; <i>investment grade</i>	EMBRATEL dezembro 2008
CVRD janeiro 2016 (Vale do Rio Doce)	
BRAZIL julho 2014 - título de referência	BRAZIL abril 2008 - título de referência

Constatamos que o movimento defensivo ocorrido na primeira quinzena de maio, associado ao temor quanto ao comportamento da inflação nos EUA e à alteração da política gradualista do Fed, anteriormente mencionada, explica a elevação generalizada dos *spreads* ocorrida no segundo trimestre de 2006, e que se esvaziou no segundo semestre. Note-se que os títulos mais curtos também sofreram, mas a retomada da tendência de queda dos *spreads* ocorreu mais rapidamente do que no caso dos títulos longos. Cabe lembrar que os títulos da República do Brasil costumam apresentar volatilidade mais acentuada por contarem com maior liquidez no mercado secundário, o que significa que seus detentores conseguem desfazer-se dos papéis com maior rapidez. PETROBRÁS 14 e CVRD 16 apresentam *spreads* inferiores aos dos títulos soberanos, fruto da alta receptividade do mercado internacional aos respectivos tomadores. ELETOBRÁS 15 exibe *spreads* significativamente superiores aos de PETROBRÁS 14, em consequência de indefinições quanto ao futuro papel da empresa na expansão do setor elétrico. Como podemos observar na Figura 1, essa diferença pode chegar a mais do que o dobro em certas fases.

O surpreendente comportamento do eurobônus da estatal SABESP, com *spreads* negativos no final de 2006, o que sinalizaria um risco inferior ao de um título do Tesouro americano de prazo equivalente, deve-se muito mais às gigantescas sobras de liquidez internacional, do que a expectativas positivas no estabelecimento de regras claras de regulação no setor de saneamento. Analogamente, a complacência com relação ao risco justifica o desempenho favorável do BRAZIL 08 no mesmo período. No que diz respeito a EMBRATEL 08, a diferença se explica fundamentalmente pelo risco do emissor, empresa em processo de reestruturação de dívidas, com problemas de *market share*, e com alguma indefinição relativa ao controle acionário. Incluímos em nossa análise o título: TELEMAR com vencimento em dezembro 2013 *callable, investment grade*. Papéis classificados pelas agências de *rating* como *investment grade* - por possuírem garantias e seguros -, conseguem prazos maiores e custos de captação mais atraentes, e, por representarem um risco menor, podem ser adquiridos por fundos de pensão, que têm restrições contratuais ao investimento dito especulativo. Note-se que ser *investment grade* não se traduz forçosamente em redução importante nos *spreads* nos períodos de abundância de liquidez, ou seja, de baixa aversão ao risco, como pode ser constatado na Tabela 2. No caso em análise há descolamento da trajetória do *spread* a partir do segundo semestre em virtude de riscos empresariais específicos - incertezas relativas à reestruturação societária - e ao risco setorial.

Vale ainda comentar os lançamentos de bônus denominados em reais, onde a presença de empresas financeiras é dominante, sendo a Eletropaulo a empresa não financeira com títulos em reais. São papéis curtos, vencendo até 2010, à exceção dos bônus da República, que são mais longos. Os bônus perpétuos com opção de *call* também proliferaram no período. Nessa modalidade as empresas não financeiras constituem a maioria dos lançadores, estas com um custo um pouco maior do que o das instituições financeiras. Em 28/2/7 o *yield* médio para os perpétuos era de 7,2%, sendo o menor o do Bradesco, 6,2%.

TABELA 2 – EUROBÔNUS : *yields e spreads*

	PETROBRÁS set 2014		ELETOBRÁS nov 2015		CVRD jan 2016		TELEMAR dez 2013		BRAZIL julho 2014		EMBRATEL dez 2008		SABESP junho 2008		BRAZIL abril 2008	
DATA	<i>yield</i>	<i>spread</i>	<i>yield</i>	<i>spread</i>	<i>yield</i>	<i>spread</i>	<i>yield</i>	<i>spread</i>	<i>yield</i>	<i>spread</i>	<i>yield</i>	<i>spread</i>	<i>yield</i>	<i>spread</i>	<i>yield</i>	<i>spread</i>
28/12/05	6,36	201	7,26	290	6,50	181	6,82	247	6,85	250	5,47	112	5,64	131	5,53	117
31/01/06	6,22	171	7,15	262	6,15	163	6,77	227	6,46	195	5,87	140	5,63	114	4,87	37
28/02/06	5,89	130	6,78	220	5,86	129	6,34	173	5,92	133	5,63	93	5,79	109	4,92	21
31/03/06	6,30	147	6,98	214	6,34	150	6,44	161	6,43	160	6,13	131	6,37	156	5,30	49
28/04/06	6,52	148	7,22	215	6,42	135	6,59	157	6,62	159	6,19	129	6,17	128	5,13	23
31/05/06	7,02	201	7,68	264	6,68	164	6,9	191	7,26	225	6,57	164	6,35	142	5,88	94
30/06/06	6,84	167	7,85	266	6,71	152	6,9	172	7,10	192	6,76	158	6,92	174	5,72	53
31/07/06	6,30	133	7,32	233	6,25	126	6,51	156	6,49	152	6,29	132	6,46	146	5,36	34
31/08/06	6,02	128	7,09	234	6,25	149	6,62	188	6,28	153	6,04	124	6,04	119	5,12	22
29/09/06	5,94	135	7,02	242	6,23	163	6,61	203	6,20	161	5,81	117	5,77	105	5,09	32
31/10/06	5,94	128	6,94	227	6,08	141	6,6	195	6,01	135	5,56	82	4,50	-35	4,93	3
30/11/06	5,84	133	6,92	241	6,03	152	6,63	213	5,87	137	5,51	84	4,43	-37	4,8	-6
28/12/06	5,79	124	6,70	213	5,87	130	6,58	202	5,78	123	5,42	74	4,48	-31	4,87	2
31/01/07	5,90	104	6,53	166	6,12	126	6,67	181	6,01	115	5,63	66	5,45	41	4,96	-10
28/02/07	5,71	118	6,27	173	5,67	113	6,60	208	5,78	125	5,54	85	5,48	64	4,74	-16

Fonte : BB Securities, Brazil Eurobond Update. Elaboração própria.

3.0 - MERCADO INTERNO - DEBÊNTURES

O mercado de debêntures movimentou R\$ 69 bilhões em 2006, um aumento de 67% em relação a 2005. O incremento em termos nominais em relação a 2001 impressiona: cerca de quatro vezes e meia. Mesmo em termos reais, ou seja, considerada a inflação do período, essa diferença ainda é significativa. Na Tabela 3 relacionam-se os valores agregados, e variações, das emissões de debêntures registradas na CVM - Comissão de Valores Mobiliários, e sua composição, no período 2001-2006.

TABELA 3 - DEBÊNTURES - Composição Setorial e Participações - em milhões de Reais

	2001	2002	2003	2004	2005	2005(%)	2006	2006(%)
TOTAL	15162	14636	5282	9614	41539	100	69464	100
SETOR FINANCEIRO	1994	5850	210	200	30020	72,3	47500	68,4
SETOR NÃO FINANCEIRO	13168	8786	5072	9414	11519		21964	
PETRÓLEO	2813	1705	69	0	0	0	350	0,5
ENERGIA ELÉTRICA	3476	1200	2480	2384	4819	11,6	5432	7,8
não estatais	2621	0	2130	1984	4419		4582	
estatais	855	1200	350	400	400		850	
TELECOMUNICAÇÕES e MÍDIA	1500	1550	950	2250	2156	5,2	4040	5,8
DEMAIS	997	4331	1574	4780	4544	10,9	12142	17,5

Fonte: CVM- Comissão de Valores Mobiliários - Emissões Registradas; 26/02/2007. Elaboração própria

Na Tabela 4 estão listadas as emissões acima de 50 milhões de reais. O principal indexador utilizado é o CDI, seguido do IGPM. Entre as empresas elétricas com captações vinculadas ao CDI, algo em torno de 104% do CDI seria um parâmetro razoável para a remuneração aos financiadores. A maior colocação em volume no setor não financeiro foi a da Vale do Rio Doce - CVRD, por conta da aquisição da mineradora canadense INCO, 45% do montante total do segmento "Demais". Em seguida surgem os lançamentos da TELEMAR e da AMBEV.

TABELA 4 - DEBÊNTURES EM 2006- Emissões Registradas Seleccionadas - em milhões de Reais

Empresa	Volume	Juros	Empresa	Volume	Juros
ITAUSEG Participações	1500	101,75% do CDI	AMBEV	817 1248	101,75% do CDI 102,5% do CDI
PANAMERICANO Arrendamento Mercantil	250	nd	TAM	500	104,5% do CDI
PETROFLEX	160	104,5% do CDI	BRASKEM	500	103,5% do CDI
VIVAX (TV por assinatura)	220	CDI + 3% + prêmio	AMPLA	370	CDI + 0,85%aa
PIRATININGA Força e Luz	400	104% do CDI	GAFISA	240	CDI + 1,3%aa
TELEMAR	2160	nd	COPEL	600	104% do CDI
BANDEIRANTE Energia	250	104,4% do CDI	CELPE	170	nd
IPIRANGA Petróleo	350	103,8% do CDI	LUPATECH (válvulas industriais)	227	105% do CDI over
CSN	600	103,6% do CDI	CEMIG	250,5	IGPM+10,5%aa
DIAGNOSTICOS AMERICA	150	nd	ENERGISA	350	CDI + 2%aa
ENERGÉTICA de M.S.	337,5	104,3% do CDI	ABN ARRENDAMENTO MERCANTIL	4100	CDI
ABN Arrendamento Mercantil	1500	CDI	BV LEASING - Arrend. Mercantil (B.Votorantim)	6000	CDI
BV LEASING - Arrend. Mercantil (B.Votorantim)	1350 2000	CDI + 0,5% no 1º período 100% do CDI	CVRD	1500 4000	101,75% do CDI CDI + 0,25% + prêmio
VIGOR Prods Alimcs	50	110% do CDI	CPFL	640	104,4% do CDI
UNI CIDADE Sptrust	40	IGPM+0,72%am	BNDESPAR	600	IPCA + 6%aa
ESCELSA	264	104,4% do CDI	ECOVIAS	450	IGPM + 9,5%aa
BRASIL TELECOM	1080	104% do CDI	ANDRADE GUTIERREZ	120	104,1% do CDI
SANTANDER BR Arrendamento Mercantil	1000	nd	LIGHT	1000	CDI + 1,75%
DIBENS LEASING Arrendamento Mercantil	5700	102,2% do CDI	NET	580	CDI + 0,75% + prêmio
BRADESCO LEASING Arrendamento Mercantil	6500	CDI	BV LEASING - Arrend. Mercantil (B.Votorantim)	2000	nd
BFB LEASING Arrendamento Mercantil	15000	CDI	BRASILIANA Energia	800	CDI + 2,25%
AUTOBAN Anhanguera - Bandeirantes	196 314	IGPM+10,65%aa 103,3% do CDI	VICUNHA	250	CDI + 1,60%
ALL LOGISTICA	700	CDI + 1,5%	TOTAL	69384	

Nota: emissões acima de 50 milhões de Reais

Fonte: CVM- Comissão de Valores Mobiliários - Emissões Registradas; 26/02/2007. Elaboração própria

A Tabela 5 exibe as variações anuais a partir de 2002 para o setor não financeiro. Observa-se forte retração nas captações em 2003, com exceção das colocações das empresas elétricas, que estavam, no auge de sua crise de endividamento, em renegociação de passivos. Após a forte queda, os volumes recuperaram-se no ano seguinte. O crescimento nominal entre 2001 e 2006 é de 67%. No entanto, descontada a inflação pelo IPCA, a variação é modesta: um incremento de 15%. O crescimento expressivo concentrou-se portanto no setor financeiro. Se analisarmos as emissões das empresas elétricas verificamos que, apesar do crescimento em termos nominais, a captação atingiu, em 2006, em termos reais, nível semelhante ao de 2001, considerado o mesmo indicador. Sua participação na captação total, que fora de 11,6% em 2005, caiu para 7,8% em 2006. As empresas de telecomunicações e mídia e dos demais setores foram mais agressivas no lançamento de debêntures. A participação desse último subiu de 10,9% para 17,5%.

Quanto aos usos - Tabela 6 - a principal destinação declarada em 2006 foi a de *leasing* e arrendamento mercantil: 65% do total, a quase totalidade das emissões de instituições financeiras, cuja participação foi de 68%. A expansão do crédito explica a necessidade dos vultosos volumes. Note-se que no biênio 2003-2004 ocorreu extrema contração das captações dessas instituições. Em seguida surgem as relacionadas à administração financeira das dívidas, 18%, assim discriminados: 13% para alongamento do perfil de endividamento ou redução de passivo, e 5% na recompra de debêntures de emissões anteriores. A aquisição de participações societárias aparece a seguir, com 14%.

No setor não financeiro, as captações direcionadas à alteração da composição do endividamento, inclusive recompra de debêntures de emissões anteriores, representaram metade das emissões. Outros 41% dirigiram-se para a compra de participações societárias, decorrentes de fusões e aquisições de algumas empresas. Pequeno montante foi para capital de giro e apenas uma parcela ínfima para implantação de projeto. A principal destinação das empresas elétricas, três quartos, foi o alongamento do perfil do endividamento e redução de passivo. Incluindo as recompras de debêntures, o valor direcionado ao gerenciamento de dívidas atinge 98%.

A partir de maio de 2004 a CVM e a ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, em trabalho conjunto com diversas instituições financeiras, atuando como formadoras de mercado, passaram divulgar diariamente os preços indicativos de algumas debêntures. Estes *market makers* são agentes que se encarregam de conferir liquidez a determinado papel, propondo-se a negociar o título fora dos vencimentos estipulados na emissão. A lista das cotações se encontra no site do SND - Sistema Nacional de Debêntures. Cabe frisar que a liquidez é ainda é muito baixa. A ausência de um mercado secundário e a conseqüente falta de liquidez, além de tornar esses títulos pouco acessíveis aos investidores de varejo, dificulta sua precificação fora das respectivas datas de lançamento. Selecionamos dois papéis que se enquadram no escopo deste trabalho: CEMIG novembro 2011, CESP setembro 2007. As evoluções no mercado secundário - marcação a mercado - seriam exibidas em forma de Figura; entretanto, em virtude da limitação de tamanho do arquivo gerado, a omitiremos.

TABELA 5 - DEBÊNTURES – Setor Não Financeiro - Variações Percentuais

	Variação 2002/01	Variação 2003/02	Variação 2004/03	Variação 2005/04	Variação 2006/05
PETRÓLEO	-39%	-96%	-	-	-
E. ELÉTRICA	-65%	107%	-4%	102%	13%
TELECOM e MÍDIA	3%	-39%	137%	-4%	87%
DEMAIS	334%	-64%	204%	-5%	167%

Fonte: CVM – Comissão de Valores Mobiliários – Emissões Registradas; 26/02/2007. Elaboração própria

TABELA 6 - DEBÊNTURES - Finalidades Declaradas - ano 2006 - em milhões de Reais

Finalidade	Valor (\$R milhões)	%
<i>Leasing</i> e arrendamento mercantil	45400	65
Reestruturação do perfil endividamento	8911	13
Recompra de debêntures de emissões anteriores	3512	5
Aquisição de participações societárias	9800	14
TOTAL	67623	97

Fonte: CVM – Comissão de Valores Mobiliários – Emissões Registradas; 26/02/2007. Elaboração própria

4.0 - OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS

As captações através de FIDCs - Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios têm sido destaque no mercado de dívida corporativa a partir de 2004. Com apenas quatro anos de existência já competem fortemente com debêntures e notas promissórias. Créditos a receber pelo emissor são cedidos a um Fundo. Uma estrutura de securitização de recebíveis propicia o isolamento entre a carteira do fundo e o risco da empresa cedente dos recebíveis - segregação de parte do risco empresarial -, o que a torna interessante para investidores institucionais, qualificados para adquirir suas cotas. Os FIDCs são uma alternativa de endividamento menos custosa e mais ágil do que o lançamento de ações ou debêntures. O cedente dos créditos não precisa montar uma SPE - Sociedade de Propósitos Específicos, economizando em custos tributários e administrativos. A principal vantagem reside no

fato de ser uma operação fora do balanço, sendo uma forma de antecipar receita sem contabilizar dívida. Entre os emissores de FIDC há empresas de todo tamanho e ramo de atuação. A predominância é de financeiras e de bancos de pequeno porte, com destaque para lastros em CDC de automóveis e duplicatas mercantis de fornecedores. A cessão de recebíveis para os FIDCs foi a saída encontrada por pequenos e médios bancos e financeiras para alavancar novos empréstimos sem depender de capital dos sócios ou da cessão para os grandes bancos. As empresas elétricas têm recorrido intensamente a essa forma de captação; constituem a categoria de maior peso, depois das instituições financeiras. Desde 2004, CPFL, FURNAS, CESP, Quality Energia, Cataguazes, Caiuá, CEMIG e CEEE a utilizaram. A Tabela 7 apresenta os lançamentos em 2006 das empresas elétricas, cujo montante captado corresponde a 15% do total obtido via FIDC. Os direitos creditórios oriundos de fornecimento de energia e de prestação de serviço constituem a natureza dos créditos. A exceção é o lançamento da CEMIG, lastreado em créditos decorrentes de cessão do saldo da CRC.

No Bovespa Fix - Mercado de Títulos de Dívida Corporativa estão listados os fundos, com suas características de lançamento. Os históricos de negócios de alguns poucos FIDCs também estão disponíveis. Os registros do Bovespa Fix mostram que as negociações são esparsas. Foi levantado o histórico referente ao fundo da Cesp, do emissor FDC CESP II, código CSPD-F01, com as seguintes características: volume de R\$ 650 milhões, lançamento em outubro de 2005, prazo de 5 anos, amortização mensal, remuneração CDI + 1,65% a.a., transacionado no Soma Fix. Sua apresentação em forma de Figura ilustraria a tendência de queda da cotação do papel. Para nos atermos à restrição de tamanho do arquivo, a omitiremos.

TABELA 7 - FIDCs das Elétricas em 2006 - Valores em milhões de Reais

FIDC CAIUÁ (grupo REDE)	110	FIDC CEEE II não padronizados	100
CEMIG - FIDC CONTA CRC	900	FIDC CESP III	650
FIDC CEEE	115	TOTAL	1876

Fonte: CVM, 26/2/2007 e Bovespa Fix. Elaboração própria.

5.0 - OS MERCADOS DE RENDA FIXA E AÇÕES

É pertinente efetuar uma avaliação comparativa, para as empresas elétricas, dos mercados de títulos de renda fixa - debêntures, FIDCs e notas promissórias - e de ações no ano de 2006. Os dados das Tabelas 8 e 9 nos auxiliam a realizar a tarefa. No ano de 2006 foram lançados em ações R\$ 31,2 bilhões, representando 26% dos 118,7 bilhões captados nas quatro modalidades. CESP e Eletropaulo fizeram lançamentos no ano, constituindo 16% do total captado via mercado acionário. Na modalidade FIDC, as empresas elétricas contribuíram com 15% do total de emissões. A maior captação absoluta foi através de debêntures, mas a participação foi de apenas 8%, dado que as emissões do setor financeiro inflaram o valor total nessa modalidade, conforme o comentado em item anterior. Finalmente, na modalidade notas promissórias - papéis de prazo mais curto -, observa-se a presença ativa das empresas elétricas. A captação em valores absolutos é a terceira maior, e em termos relativos, de 67%, a de maior peso. Ou seja: dois terços das captações via notas promissórias foram efetuadas por empresas elétricas. Considerando as quatro modalidades de emissão, as empresas elétricas captaram R\$ 15,9 bilhões, cerca de 13% do total de R\$ 118,7 bilhões nas quatro modalidades. A finalidade declarada predominante em todas as categorias foi a melhoria do perfil do endividamento. No ano de 2006 as empresas elétricas tiveram atuação menos intensa no mercado de FIDCs do que em 2005. A captação sob esta forma sofreu redução de 32%. Parte da demanda migrou para notas promissórias.

TABELA 8- CAPTAÇÕES DAS EMPRESAS ELÉTRICAS - 2004 a 2006 - em milhões de reais

	2004			2005			2006		
	TOTAL(a)	E.E.(b)	(b/a)	TOTAL(a)	E.E.(b)	(b/a)	TOTAL(a)	E.E.(b)	(b/a)
AÇÕES	9153	941	10%	14143	3353	24%	31182	5086	16%
DEBÊNTURES	9614	2384	25%	41539	4819	12%	69464	5432	8%
FIDCS	5135	1086	21%	8579	2760	32%	12777	1876	15%
NOTAS PROMIS.	2241	0	0%	2632	0	0%	5279	3530	67%
Somatório	26143	4411	17%	66893	10932	16%	118702	15923	13%

Fonte: CVM- Comissão de Valores Mobiliários - Emissões Registradas; 26/02/2007. Elaboração própria

TABELA 9 - Empresas Elétricas - Participações

	Ações	Debêntures	FIDCs	Notas Prom.	Somatório
Volume(\$R milhões)	5086	5432	1876	3530	15923
Participação(%)	32	34	12	22	100

Quanto à participação nas formas de financiamento das empresa elétricas - excluídos os empréstimos diretos - a composição é a seguinte: debêntures respondem por 34% das captações, ações por 32%, notas promissórias, 22% e FIDCs, 12%. Cabe frisar que, quanto menor o porte da empresa, mais limitada ela fica aos empréstimos diretos como forma de financiamento, por dificuldade em acessar mercados de crédito mais sofisticados. As formas por nós abordadas nesse trabalho ficam praticamente restritas às empresas de maior porte. Por sua

especificidade vale mencionar o importante papel do BNDES como financiador das empresas do setor não financeiro.

Em 2006, as empresas elétricas que mais captaram foram: CESP, com um volume de R\$ 3,9 bilhões, 83% sob a forma de ações e 17% em FIDCs; CEMIG, com R\$ 3,5 bilhões, 67% em notas promissórias, 26% em FIDCs e 7% em debêntures; Eletropaulo, com R\$ 1,3 bilhão em ações, e Light, com R\$ 1 bilhão em debêntures. Essas quatro empresas obtiveram juntas R\$ 9,6 bilhões, e respondem por 61% das emissões das empresas do setor elétrico.

6.0 - CONCLUSÃO

O mercado de dívida corporativa teve evolução extremamente favorável em 2006, beneficiado pelo o ambiente internacional benigno e o bom desempenho da economia brasileira. No mercado doméstico, intensificaram-se os lançamentos em debêntures, e em FIDCs, alternativa menos custosa, mais ágil, e com a vantagem de antecipar receita sem contabilizar dívida no balanço. Em sua maioria as captações foram utilizadas para reestruturação dos perfis de endividamento. No mercado de bônus, após cessadas as turbulências iniciadas em maio de 2006, relacionadas ao comportamento da inflação norte-americana, *yields* e *spreads*, retomaram a trajetória de queda, e encerraram o ano em patamar histórico de baixa. A complacência do mercado financeiro internacional com relação ao risco possibilitou que títulos mais curtos de tomadores brasileiros terminassem o ano com *spreads* negativos. Governo e empresas tiveram sucesso em lançar bônus em reais e títulos perpétuos em moeda estrangeira, em bases inimagináveis até recentemente. As empresas aproveitaram as condições favoráveis de financiamento, os bons resultados e as sobras de caixa, para reduzir seus passivos, recomprar títulos de dívida ou mesmo adquirir outras empresas. Foram favorecidas por faturamentos em alta, maior previsibilidade no câmbio, inflação interna em baixa, queda do custo de capital, e boa oferta de recursos para investimento.

No plano internacional, a queda nos preços do petróleo e a forma moderada com que a bolha do mercado imobiliário norte-americano vinha desinflando, sem atingir o consumo das famílias, dispersou a onda de pânico iniciada em maio de 2006 e ajudou a aumentar a crença no pouso suave da economia dos EUA. No momento em que esse texto está sendo redigido - março de 2007 - os mercados globais atravessam uma fase de turbulência, iniciada no final de fevereiro, e que teve origem nos movimentos de desmontagem de posições alavancadas de fundos de *hedge* em operações de *carry trade*, em que os investidores tomam emprestados ativos de baixo rendimento para investir em mercados com retornos mais altos. As baixas taxas de juros do Japão fizeram do iene o principal alvo desses negócios nos últimos anos. Os elementos atualmente disponíveis ainda não permitem distinguir se será apenas uma correção ou o prenúncio de uma grave crise futura. Mesmo atravessando um período de aumento da volatilidade, predominam os cenários otimistas para 2007, face aos bons resultados corporativos, e ao desempenho favorável das economias européias e asiáticas, com possibilidade de atuação contracíclica, apesar das advertências de banqueiros centrais acerca da necessidade de ação para moderar a expansão do crédito. O principal fator a monitorar é o cenário externo: um desaquecimento da economia norte-americana maior do que o esperado poderia impactar mais fortemente o crescimento mundial, e levar a uma brusca contração de liquidez. Por enquanto as perspectivas são de desaceleração não traumática, com redução dos exageros de alavancagem e perdas limitadas de lucratividade das empresas.

7.0 - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- (1) BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório de Inflação, Nota para a Imprensa. Fevereiro 2007.
- (2) BB SECURITIES, Brazil Eurobond Update; diário; 2006-2007.
- (3) BOVESPA FIX. Histórico de Fundos - FIDCs. Fevereiro 2007.
- (4) CARNEIRO, DIONÍSIO D., O Retorno da Volatilidade Externa Preocupa? In Carta Galanto 87/07. Fev. 2007.
- (5) CVM – Comissão de Valores Mobiliários, Emissões Registradas. Fevereiro 2007.
- (6) INSTITUTO DE ECONOMIA DA UFRJ, Carta de Conjuntura. Fevereiro 2007.
- (7) IPEA. Boletim de Conjuntura nº 76, Março 2007.
- (8) JORNAL VALOR ECONÔMICO - diversos números.
- (9) LEAL, RICARDO P. C., CARVALHAL-DA-SILVA, ANDRE L., The Development of the Brazilian Bond Market, in www.iadb.org.
- (10) LEAL, RICARDO, SAITO, RICHARD. Finanças Corporativas no Brasil. RAE Eletrônica 2. www.rae.com.br.
- (11) PINHEIRO, SOLANGE F., COUTINHO, LUIZ H. S., A Recuperação dos Mercados de Dívida Corporativa : Empresas de Infra-Estrutura, XVIII SNPTEE. Outubro 2005.
- (12) ROCHA, KATIA; BRAGANÇA, GABRIEL G. F.; CAMACHO, FERNANDO. Remuneração de Capital das Distribuidoras de Energia Elétrica. Texto para Discussão IPEA nº 1153. Rio de Janeiro. Janeiro 2006.
- (13) SND - Sistema Nacional de Debêntures - Histórico de Debêntures.

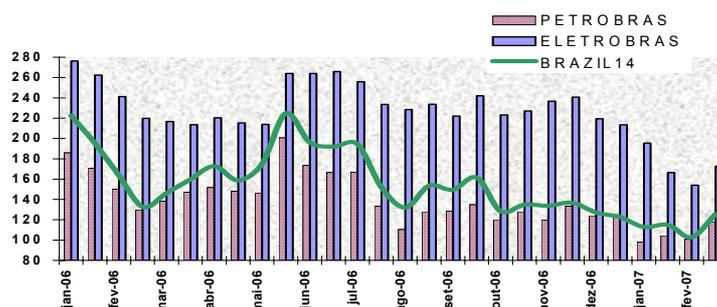


FIGURA 1 - Spreads - Eurobônus - Energia