

IDENTIFICAÇÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO UTILIZADAS POR EMPRESAS ESTADUAIS DE ECONOMIA MISTA NO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA

Cassiana Teza¹

Richer de Andrade Matos²

RESUMO

A Resolução nº 2.827, promulgada em março de 2001 pelo Conselho Monetário Nacional, por meio do Banco Central do Brasil (Bacen), consolida e redefine as regras para o contingenciamento do crédito ao setor público, como consequência da aderência à Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2000. Dessa forma, a limitação de crédito estipulada às empresas do setor público pelas instituições financeiras apoia o enquadramento à LRF, bem como contribui para um menor índice de dívida líquida/ PIB. De acordo com a literatura financeira, a contratação de capital de terceiros tem um menor custo quando comparada a de capital próprio, sendo, dessa forma, mais desejada por empresas que necessitam de grandes inversões de capital. Sendo assim, o presente estudo tem por objetivo identificar as fontes de financiamento utilizadas por empresas estaduais de economia mista atuantes no setor de Energia Elétrica e listadas na BM&FBovespa. Após a análise, observou-se que, em geral, a principal fonte de financiamento das empresas estaduais de energia elétrica é o mercado de capitais e o financiamento direto com instituições financeiras comerciais, provavelmente utilizando as exceções contidas na resolução Bacen 2827/2001. O BNDES figura somente como terceira fonte de financiamento.

Palavras-chave: Lei de Responsabilidade Fiscal. Resolução nº 2.827. Empresas Públicas de Energia Elétrica. Financiamento. Investimentos.

¹ Aluna do 8º período do curso de Ciências Econômicas da FAE Centro Universitário. Bolsista do Programa de apoio à Iniciação Científica (PAIC 2014-2015). *E-mail*: cassiana.teza@hotmail.com

² Mestre em Organizações e Desenvolvimento pela FAE Centro Universitário. Professor da Fae Centro Universitário. *E-mail*: richer.matos@fae.edu

INTRODUÇÃO

Com adesão à Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), de 4 de maio de 2000, o Conselho Monetário Nacional (CMN), por meio do Banco Central do Brasil (Bacen), promulgou a Resolução nº 2.827, em 30 de março de 2001, que consolida e redefine as regras para o contingenciamento do crédito ao setor público.

Em seu art. 1º, a Resolução nº 2.827 impõe:

Limitar o montante das operações de crédito de cada instituição financeira e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil com órgãos e entidades do setor público a 45% (quarenta e cinco por cento) do Patrimônio de Referência (PR), nos termos da regulamentação em vigor (BACEN, 2001, p. 1).

São contempladas dentre as entidades do setor público supracitadas as empresas públicas e sociedades de economia mista não financeiras, suas subsidiárias e demais empresas controladas, direta ou indiretamente, pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios, inclusive as sociedades de objeto exclusivo.

A restrição creditícia imposta às instituições financeiras quanto ao financiamento ao setor público, inclusive às empresas públicas e de economia mista, torna-se um instrumento que corrobora para a gestão dos entes públicos, principalmente no que diz respeito ao atendimento à LRF e à limitação do nível de dívida líquida/PIB.

As operações de crédito a que remetem à Resolução nº 2.827 contemplam empréstimos e financiamentos; operações de arrendamento mercantil; a aquisição definitiva ou realizada por meio de operações compromissadas; a concessão de garantias de qualquer natureza; e toda e qualquer operação que resulte, direta ou indiretamente, em concessão de crédito e/ou captação de recursos de qualquer natureza, inclusive com uso de derivativos financeiros.

Entretanto, segundo a literatura financeira, a presença de capital de terceiros é desejada na estrutura de capital de uma empresa de grande porte, visto que esse tipo de recurso tende a ter um custo menor quando comparado ao custo do capital próprio. É notório também que a tomada de recursos, seja a título de empréstimo ou de financiamento, é de suma importância na dinâmica econômica, uma vez que permite a viabilização de investimentos, especialmente em setores de infraestrutura, que requerem grande nível de inversões.

Dado que a Resolução 2.827 limita a concessão de crédito de instituições financeiras às empresas de economia mista e que parte dessas empresas atua no setor de infraestrutura, geralmente por meio de concessões, cujos contratos preveem a realização de investimentos que visam repor e ampliar a capacidade e qualidade do serviço prestado, tem-se como problema de pesquisa a seguinte questão: Quais as fontes de financiamento adotadas por empresas estaduais de economia mista para viabilizar seus investimentos? A partir disso, adotou-se por hipótese que as empresas se financiam, em sua maioria, pelo mercado de capitais, com emissão de debêntures, por exemplo.

O objetivo geral desta pesquisa é identificar as fontes de financiamento adotadas por empresas estaduais de economia mista que estejam listadas na BM&FBovespa, atuantes nos setores relacionados à infraestrutura, mais especificamente ao setor de energia elétrica. Já os objetivos específicos se desdobram em: verificar a importância da estrutura de capital nas empresas, com ênfase na participação de capital de terceiros; levantar as principais fontes de financiamento disponíveis no mercado financeiro; explorar o contingenciamento ao qual estão expostas as empresas públicas e de economia mista, conforme disposto pela Resolução Bacen 2.827/2001; identificar as empresas estaduais de economia mista que atuam no setor de energia elétrica no Brasil; e averiguar as fontes de captação de recursos adotadas entre as empresas estaduais de economia mista que atuam no setor de energia elétrica no Brasil.

A relevância do estudo está no fato de que o setor de infraestrutura no Brasil carece de elevados níveis de investimento, seja pela deficiência histórica em sua capacidade de atendimento satisfatório na prestação de serviços à população, cujos gargalos são recorrentemente trazidos à tona, seja pela necessidade de acompanhar o crescimento populacional e econômico do país nas décadas recentes.

Nesse sentido, o crédito voltado ao financiamento da atividade produtiva assume elevada importância. A moderna teoria financeira concerne significativa importância à utilização de capital de terceiros por parte de grandes empresas, haja vista que, na composição do custo médio ponderado de capital, a parcela referente ao capital de terceiros (dívida) diminui o lucro tributável, gerando, assim, um benefício fiscal que faz desta uma fonte geralmente mais barata do que o uso exclusivo de capital próprio (ASSAF NETO, 2009; DAMODARAN, 2004).

1 REFERENCIAL TEÓRICO

O fluxo de caixa de uma empresa pode ser financiado tanto pelos acionistas – capital próprio, quanto pelos credores – capital de terceiro ou híbrido. Entende-se por **estrutura de capital** a forma pela qual uma empresa financia suas operações, ou seja, como, qual a proporção e de que tipo são os recursos que ela capta para realizar suas atividades. Segundo Assaf Neto (2009), a estrutura de capital de uma empresa refere-se à composição de suas fontes de financiamento em longo prazo, oriundas de capitais de terceiros (exigível) e de capitais próprios (patrimônio líquido).

A decisão a respeito de se financiar com capital de terceiros ou por capital próprio impacta diretamente o risco financeiro da empresa, pois este aumenta com o uso de dívidas. Além do mais, levando-se em conta o custo de falência, tem-se uma elevação do custo do endividamento, que acarreta numa cobrança maior pelos empréstimos.

O debate sobre a composição da estrutura de capital de uma empresa é bastante controverso. Pela Teoria Convencional, uma proporção adequada de recursos próprios e de terceiros – estrutura ótima de capital – permite que a empresa defina um valor mínimo para seu custo médio ponderado de capital (WACC³) e, assim, maximize a riqueza de seus acionistas.

De acordo com Assaf Neto e Lima (2009, p. 530-531):

A teoria convencional sugere a ideia de que, dados a estrutura de capital de uma empresa e o seu risco, é perfeitamente possível calcular o seu WACC mínimo e, conseqüentemente, a sua estrutura ótima de capital. No ponto de custo mínimo [...] o valor da empresa é maximizado.

1.1 CUSTO DE CAPITAL

O custo total de capital de uma empresa evidencia as expectativas mínimas de remuneração das variáveis fontes de financiamento – próprias ou de terceiros – lastreando suas operações. Por ser um conceito importante nas decisões financeiras, pode ser interpretado como o retorno médio exigido de todo empreendimento. Por conseguinte, o custo de capital serve de instrumento para avaliar a atratividade econômica de um investimento, sendo referência para a análise do desempenho e da viabilidade operacional e de estabelecimento de uma estrutura ótima de capital.

³ Do inglês *Weighted Average Cost of Capital*.

O custo de capital é definido de acordo com as condições de financiamento que a empresa faz no mercado de capitais, sendo normalmente estipulado por uma média dos custos de oportunidade do capital próprio (acionistas) e capital de terceiros (credores), avaliados pelas respectivas frações de capital utilizadas, líquidas de imposto de renda.

1.1.1 Custo Médio Ponderado de Capital

O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) representa uma taxa de atratividade da empresa e também permite identificar a estrutura de capital ótima de uma companhia. Portanto, indica a remuneração mínima que deve ser exigida na alocação de capital, de forma a maximizar seu valor de mercado, conforme expõe Assaf Neto (2009). Sua fórmula está representada na equação a seguir.

$$r_{WACC} = \frac{P}{P+D} \cdot r_P + \frac{D}{P+D} \cdot r_D \cdot (1 - t)$$

Em que:

r_{WACC} = Custo Médio Ponderado de Capital

r_P = Custo do Capital Próprio

r_D = Custo da Dívida (Capital de Terceiros)

P = Capital Próprio

D = Capital de Terceiros

t = Alíquota Tributária Marginal Efetiva

Esse custo indica a taxa mínima de retorno que uma empresa deseja em suas decisões de investimento. A empresa não remunerará suas fontes de financiamento apropriadamente se ela não promover um retorno operacional igual ao seu custo total de capital. Quanto menor o valor do WACC, menor será o valor da empresa no mercado.

1.1.2 Custo de Capital Próprio

O custo de capital próprio representa o custo do recurso oriundo da própria empresa. Conforme posto na fórmula do WACC, tende-se a ter, num primeiro momento, um custo mais elevado que o capital de terceiros, haja vista: a) não haver dedutibilidade fiscal em sua adoção; e b) os riscos atribuídos ao empreendedor serem maiores que os ao credor.

1.1.3 Custo de Capital de Terceiros

O custo de capital de terceiros, também denominado **custo da dívida**, corresponde ao custo corrente que a empresa paga para emprestar fundos a fim de financiar projetos. De acordo com Damodaran (2004), são três as variáveis que determinam o custo da dívida. A primeira trata da oscilação na taxa de juros que, no caso de aumento, faz o custo da dívida ficar maior. A segunda variável é o risco de inadimplência, o qual pode encarecer ainda mais os empréstimos. Essas duas variáveis exigem extrema atenção dos administradores, uma vez que podem impactar diretamente no sucesso do negócio. A terceira variável trata do principal ganho neste tipo de endividamento: a vantagem tributária. Os juros pagos em empréstimos podem ser deduzidos do imposto de renda, o que torna o custo da dívida após o Imposto de Renda (IR) menor do que o custo antes da aplicação dele.

Dada a importância do capital de terceiros na composição da estrutura de capital das empresas, a próxima seção versará as fontes de financiamento.

1.2 FONTES DE FINANCIAMENTO

Quanto ao crédito, Assaf Neto (2012) elenca como principais fontes de financiamento:

- a) Capital de giro: realizado por bancos comerciais/múltiplos e bancos de desenvolvimento, com o objetivo de suprir as necessidades de recursos do ativo circulante das empresas.
- b) Operações de repasse: constituem-se em empréstimos contratados por instituições financeiras do mercado de capitais e repassados a empresas carentes de recursos para investimentos de longo prazo. Os repasses podem advir de recursos internos e externos. Em se tratando de recursos internos, os principais executores são o BNDES, por meio do BNDESPAR e Finame, os Bancos Regionais de Desenvolvimento, a Caixa Econômica e o Bacen.
- c) Arrendamento mercantil (*leasing*): essa operação pode ser compreendida como uma forma especial de financiamento. Basicamente, essa modalidade é praticada mediante a celebração de um contrato de arrendamento (aluguel) efetuado entre um cliente (arrendatário) e uma sociedade de arrendamento mercantil (arrendadora), visando à utilização, por parte do primeiro, de certo bem durante um prazo determinado, cujo pagamento é efetuado em forma de aluguel (arrendamento). É importante destacar que existem diferentes formas de *leasing*.

- d) Oferta pública de ações, Notas Promissórias (NPs) e debêntures: a primeira se caracteriza por uma operação típica das sociedades anônimas. A emissão e colocação de novas ações no mercado, que se apresenta como uma das formas mais vantajosas; deve obedecer a uma sistemática legal (Lei 6.404 – Lei das SA's e instruções da Comissão de Valores Mobiliários – CVM). Já as notas promissórias e debêntures são classificadas como títulos privados de crédito, emitidos exclusivamente por sociedades por ações e colocadas no mercado principalmente entre os investidores institucionais. A emissão das debêntures por parte das sociedades por ações pode ser privada ou por oferta pública, e a principal diferença entre as duas é o prazo, dado que as NPs são de curto prazo (máximo de um ano) e as debêntures de longo prazo (acima de um ano).
- e) Securitização de recebíveis: envolve a transformação de algum ativo a receber no futuro em uma *security* (título ou valor mobiliário), e respectiva negociação no mercado financeiro. A securitização de recebíveis é uma forma de captação de recursos envolvendo a emissão de título de crédito pelo tomador, os quais são garantidos mediante caução de recebíveis. Por meio dessa operação financeira, é possível uma empresa levantar fundos no mercado sem comprometer seus níveis atuais de endividamento de balanço.
- f) Mercado de bônus: levantamento de recursos por meio da emissão de títulos pelos próprios tomadores no mercado internacional de dívidas. Nesse contexto, destacam-se duas importantes formas de captação das empresas: emissão de bônus e *comercial papers*.
- g) *Forfaiting*: concentra as negociações com título de crédito e contratos representativos de exportações realizadas por empresas brasileiras. É uma forma de financiamento bastante ágil, destinada a reforçar o capital de giro das empresas exportadoras, beneficiárias dos títulos de crédito.

Uma vez expostas as principais formas de financiamento, faz-se necessário analisar o contingenciamento imposto pela Resolução 2.827/2001 do Banco Central às empresas estaduais de economia mista, que limita a tomada de recursos destas junto ao sistema financeiro nacional.

1.3 A RESOLUÇÃO BACEN 2.827/2001

Como já citado anteriormente, a Resolução nº 2.827 impõe limites de operações de crédito aos órgãos e entidades do setor público; da administração direta da União dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; às autarquias e fundações instituídas ou mantidas direta ou indiretamente pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios; às empresas públicas e sociedades de economia mista não financeiras e suas subsidiárias e demais empresas controladas, direta ou indiretamente, pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios, inclusive as sociedades de objeto exclusivo e aos demais órgãos ou entidades dos poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e Municípios.

Para fins de aplicabilidade das regras previstas no normativo, segundo o art. 1º da Resolução nº 2827 (alínea c, inciso I, § 1º), consideram-se órgãos e entidades do setor público “as empresas públicas e sociedades estaduais de economia mista não financeiras, suas subsidiárias e demais empresas controladas, direta ou indiretamente, pela Administração Pública, inclusive sociedades de objeto exclusivo” (BACEN, 2001, p. 1).

O Banco Central estipula às instituições financeiras e demais instituições autorizadas o funcionamento pelo próprio Bacen e um limite para o montante de operações de crédito junto às entidades supracitadas equivalente a 45% do Patrimônio de Referência de cada instituição financeira.

As operações financeiras afetadas são os empréstimos e financiamentos; as operações de arrendamento mercantil; aquisição definitiva ou realizada por meio de operações compromissadas de revenda de títulos e valores mobiliários de emissão dos Estados, do Distrito Federal ou dos Municípios, a concessão de garantia de qualquer natureza e qualquer operação que resulte, direta ou indiretamente, em concessões de crédito e/ou inclusive com uso de derivativos financeiros.

2 METODOLOGIA

O presente trabalho trata-se de uma pesquisa descritiva, operacionalizada por meio de pesquisa bibliográfica e pesquisa documental. Além da revisão de literatura, realizada por meio de pesquisa bibliográfica, levantou-se, por meio dos balanços e demonstrativos econômico-financeiros relativos ao exercício de 2014, as fontes empregadas pelas empresas em questão em relação à captação de recursos voltados à viabilização de seus investimentos recentes.

O universo da análise é delimitado pelas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, BM&FBovespa, que atuam no setor de energia elétrica. A amostra intencional justifica-se:

- pela obrigatoriedade da publicação dos balanços e demais demonstrativos em seus sítios eletrônicos e também no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); e
- pela confiabilidade da informação, haja vista que os balanços e demonstrações financeiras das empresas listadas na Bolsa de Valores são auditados por empresas de auditoria renomadas e independentes.

As empresas analisadas estão listadas no quadro a seguir.

QUADRO 1 – Empresas componentes da amostra

| Setor | Empresas | UF |
|------------------|--|----|
| Energia Elétrica | Companhia Paranaense de Energia (Copel) | PR |
| | Companhia Estadual de Energia Elétrica (Ceee) | RS |
| | Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. (Celesc) | SC |
| | Centrais Elétricas de Goiás S.A (Celgpar) | GO |
| | Companhia Energética de Minas Gerais (Cemig) | MG |
| | Companhia Energética de São Paulo (Cesp) | SP |

FONTE: Os autores (2015)

3 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Companhia Paranaense de Energia (Copel) é uma empresa paranaense cujo controlador é o Estado do Paraná, que possui 58,63% das ações ordinárias. Sendo assim, a empresa é abrangida pela Resolução 2.827/2001 do Bacen.

O crescimento e distribuição entre financiadores estão retratados na TAB. 1 a seguir.

TABELA 1 – Fontes de financiamento – Copel 2014

| | Financiamento em R\$ mil | % |
|--|--------------------------|---------------|
| Mercado de capitais/debenturistas | 2.915.448 | 46,18 |
| BNDES e BB (repasso de recursos BNDES) | 1.675.339 | 26,54 |
| Eletrobrás | 130.761 | 2,07 |
| Finep | 33.168 | 0,53 |
| BB - Rolagens | 1.558.485 | 24,69 |
| TOTAL | 6.313.201 | 100,00 |

FONTE: Copel (2014)

Como se pode observar, do total da dívida da Copel, 46,18% foi captada no mercado de capitais sob a forma de debêntures e 24,69% sob a forma de financiamento junto ao Banco do Brasil (BB) para rolagens/quitação de empréstimos.

Do restante, 26,54% foi captado junto ao BNDES para projetos de geração e transmissão de energia, 2,07% na Eletrobrás, notadamente para projetos no setor de distribuição, e 0,53% foi captado na Finep também para projetos (geração e telecomunicações).

Assim, percebe-se que 70,87% dos empréstimos estão alocados no mercado de capitais e/ou no BB, utilizando exceções à Resolução 2.827/2001, visto que o mercado de capitais não é regulamentado pelo Bacen e há um dispositivo na lei permitindo a captação em bancos para rolagens de dívida (art. 9º, inciso VIII).

A tomada de recursos para o efetivo financiamento de projetos corresponde a 29,13%, dos quais 2,60% são de organismos que também não são regulamentados pela resolução 2.827/2001, visto que a Eletrobrás e Finep não são do setor bancário.

Observa-se então que 26,54% do financiamento obtido junto ao BNDES e BB para repasse de recursos do BNDES estava sujeito à Resolução 2.827/2001, para os quais os bancos tiveram que classificar ou no art. 9º, inciso X, ou no art. 7º, parágrafo 1º, que dispensa as operações contratadas por empresa de economia mista com garantia de duplicatas mercantis ou prestação de serviços.

Dadas as características dos empreendimentos (todos são obras enquadradas no Programa de Geração e Transmissão de Energia Elétrica), acredita-se que o enquadramento destes tenha se dado face ao disposto no art. 9º, inciso X, que estabelece que:

[...] não se inclui no limite de financiamento as operações destinadas ao financiamento às empresas estaduais de energia elétrica, até o valor de R\$ 2.531 milhões, para a realização de investimentos vinculados ao Programa de Geração e Transmissão de Energia Elétrica do PAC.

A Companhia Estadual de Energia Elétrica (Ceee), desde 2006, teve suas subsidiárias divididas no processo de reestruturação societária: a Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica (Ceee-D) e a Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica (Ceee-GT), ambas sociedades de economia mista e capital aberto do Estado do Rio Grande do Sul, cujo acionista controlador é o Estado do Rio Grande do Sul, com 65,92% do capital total em ambas, são abrangidas pela Resolução 2.827/2001 do Bacen.

A distribuição entre financiadores, considerando o passivo oneroso circulante e não circulante das duas coligadas, são retratados na TAB. 2, a seguir.

TABELA 2 – Fontes de financiamento Ceee

| Contrato | Financiamento em R\$ mil | % |
|---------------------|--------------------------|---------------|
| Eletrobrás | 43.995 | 5,50 |
| Mercado de Capitais | 99.783 | 12,48 |
| BNDES | 58.320 | 7,30 |
| Bancos | 246.621 | 30,86 |
| Dívida Externa | 350.547 | 43,86 |
| TOTAL | 799.266 | 100,00 |

FONTE: Ceee (2014)

Como se pode observar, do total da dívida da Ceee, aproximadamente 44% foi captada com endividamento externo (BID e AFD), com o objetivo de financiar os Programas Pró-Energia RS Distribuição e Geração e Transmissão, e 12,48% sob a forma de financiamento por meio do mercado de capitais (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Fidc) como forma de estruturar a captação de recursos para incremento de caixa da Companhia (Ceee-GT), a fim de cobrir o resgate de Notas Promissórias.

Do restante, 7,30% foi captado no BNDES, para financiar o Programa Pró-Energia RS de Geração e Transmissão de Energia, e 5,50% na Eletrobrás, notadamente para projetos no setor de distribuição.

Assim, percebe-se que 30,86% dos empréstimos estão alocados na Caixa Econômica Federal, Banco ABC, Goldman Sachs do Brasil, Máxima e Santander, utilizando exceções à Resolução 2.827/2001, visto que há um dispositivo na lei permitindo a captação em bancos para rolagens de dívida (art. 9º, inciso VIII) e utilização de recebíveis (duplicatas mercantis).

A tomada de recursos para o efetivo financiamento de projetos corresponde a 36,04%, dos quais 5,50% são de um organismo que também não é regulamentado pela Resolução 2.827/2001, visto que a Eletrobrás não é do setor bancário, e 7,30% são captados via BNDES, por meio da excepcionalidade exposta no art. 9º da resolução.

As Centrais Elétricas de Santa Catarina (Celesc) são uma sociedade de economia mista cujo acionista majoritário é o Estado de Santa Catarina, com 50,18% das ações ordinárias da Companhia. Sendo assim, a empresa é abrangida pela Resolução 2.827/2001 do Bacen. A composição da dívida financeira está retratada a seguir.

TABELA 3 – Fontes de financiamento Celesc (R\$ mil)

| Contrato | Financiamento em R\$ mil | % |
|--------------|--------------------------|---------------|
| Bancos | 385.882 | 44,90 |
| Eletrobrás | 135.861 | 15,81 |
| Finame | 34.722 | 4,04 |
| Debêntures | 302.888 | 35,25 |
| TOTAL | 859.353 | 100,00 |

FONTE: Os autores (2015)

Pela análise dos dados expostos na TAB. 3, do total da dívida financeira da Celesc, 44,90% foi tomado a título de empréstimos bancários junto a Caixa Econômica Federal e BB para integrar Capital de Giro da Coligada Celesc D, com juros de 116% a.a. e 1211,5% do CDI, e captação de recursos também para composição de Capital de Giro da Celesc D junto à Aneel. Desse valor, 35,25% foi captado via mercado de capitais pela emissão de Debêntures, destinados exclusivamente para reforço de capital de giro e realização de investimentos.

Do restante, 15,81% foi captado via Eletrobrás para aplicação nos programas de eletrificação rural. Os recursos são provenientes da Reserva Global de Reversão (RGR) e do Fundo de Financiamento da Eletrobrás, com carência de 24 meses, prazo de amortização de 60 meses e taxa de juros de 5% a.a., sendo 4,04% referente ao empréstimo contratado junto ao BNDES (Finame), parte para suprir a insuficiência de recursos da Celesc D e financiar a compra de máquinas e equipamentos, com prazo de amortização de 96 meses e taxas de juros anuais que podem variar de 2,5% a.a. a 8,7% a.a.

A tomada de recursos para o efetivo financiamento de projetos foi para o setor de distribuição da Celesc e corresponde a 4,04%, oriundos de um organismo que não é regulamentado pela Resolução 2.827/2001, visto que a Eletrobrás não é do setor bancário, conjuntamente com 44,90% advindos de empréstimos bancários contratados por intermédio da exceção presente no art. 9º da resolução, que permite este tipo de contratação por meio de rolagens de dívida ou duplicatas mercantis.

A Companhia Celg de Participações (Celgpar) é uma companhia por ações de capital aberto, jurisdicionada pela Secretaria de Infraestrutura do Estado de Goiás e controlada por este com 99,7% das ações ordinárias. Sendo assim, a companhia é abrangida pela Resolução 2.827/2001 do Bacen.

A composição da dívida financeira é retratada na TAB. 4.

TABELA 4 – Composição da dívida financeira Celgpar

| Contrato | Financiamento em R\$ mil | % |
|-------------------------|--------------------------|---------------|
| Eletra | 5.512 | 0,25 |
| Eletrobrás | 8.540 | 0,38 |
| CDSA | 135 | 0,01 |
| Sicoob – Juriscredcelg | 0 | 0,00 |
| Caixa Econômica Federal | 1.931.860 | 86,47 |
| Mercado de Capitais | 290.000 | 12,97 |
| TOTAL | 1.946.047 | 100,00 |

FONTE: Celg (2014)

Pela análise dos dados expostos, do total da dívida financeira da Celgpar, 86,47% foi tomado a título de financiamento junto a Caixa Econômica Federal para integrar o Aumento de Capital da Coligada Celg D, com prazo total do contrato de 156 meses, carência de 36 meses e prazo de amortização de 120 meses.

Do restante, 0,38% foi captado via Eletrobrás para a cobertura dos custos de ampliação da SE Palmeiras – GO. Outros 0,25% da dívida referem-se à parcela de saldo devedor junto à Eletra, sendo o saldo atualizado com base nas variações acumuladas no INPC e juros de 6% ao ano. Já o montante contratado junto à CDSA remete a reembolsos pela execução de serviços e fornecimentos de materiais para construção de ativos de interligação destas empresas à rede da Controlada Celg GT. Por fim, nota-se que 12,97% do recurso capitado se deu pelo mercado de capitais, via emissão de debêntures pela Controlada Celg D, com vencimento em 2019.

A tomada de recursos para o efetivo financiamento de projetos corresponde a 0,38%, oriundo de um organismo que também não é regulamentado pela Resolução 2.827/2001, visto que a Eletrobrás não é do setor bancário.

A Companhia Energética de Minas Gerais (Cemig) é uma empresa mista de capital aberto, controlada pelo Governo do Estado de Minas Gerais com 50,96% das ações ordinárias. Atua única e exclusivamente como *holding* com participações societárias em empresas controladas individualmente ou em conjunto, cujos objetivos principais são a construção e a operação de sistemas de produção, transformação, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica. Sendo assim, a companhia é abrangida pela Resolução 2.827/2001 do Bacen.

A composição da dívida financeira é retratada na TAB. 5.

TABELA 5 – Fontes de financiamento da Cemig

| Contrato | Financiamento em R\$ mil | % |
|-----------------------|--------------------------|---------------|
| Financiamento Externo | 39.337 | 0,29 |
| Mercado de Capitais | 10.340.381 | 76,55 |
| BNDES | 126.466 | 0,94 |
| Eletrobrás | 252.189 | 1,87 |
| Finep | 12.095 | 0,09 |
| Bancos | 2.730.990 | 20,22 |
| Outros | 7.280 | 0,05 |
| TOTAL | 13.508.738 | 100,00 |

FONTES: Cemig (2014)

Como mostrado anteriormente, a estratégia da Cemig foi a participação minoritária nas SPes que irão implantar os empreendimentos. Dessa forma, esses investimentos não estão sujeitos à Resolução 2.827/2001 e, portanto, não aparecem de forma consolidada no balanço patrimonial, sendo expostos somente por equivalência patrimonial.

A Companhia Energética de São Paulo (Cesp) é uma sociedade de capital aberto, controlada pelo Governo do Estado de São Paulo e por companhias ligadas (Fazenda do Estado de São Paulo, Companhia do Metropolitano de São Paulo, Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo e Companhia Paulista de Parcerias) com 95,30% das ações ordinárias. Sendo assim, a companhia é abrangida pela Resolução 2827/2001 do Bacen.

A composição da dívida financeira é retratada na TAB. 6

TABELA 6 – Composição do endividamento da CESP (2014)

| Contrato | Financiamento em R\$ mil | % |
|-------------------|--------------------------|---------------|
| BNDES – Brady | 710.737 | 30,71 |
| Eletropaulo | 1.292 | 0,06 |
| Finame – Itaú/BBA | 39.460 | 1,70 |
| Bônus Série 8 | 978.205 | 42,27 |
| Eletrobrás | 25.370 | 1,10 |
| Fidc IV | 559.342 | 24,17 |
| Total | 2.314.406 | 100,00 |

FONTES: Cesp (2014)

Como se pode constatar, do total dos financiamentos e endividamentos da Cesp, em torno de 43% foi captado no mercado de capitais sob a forma de títulos fixados em reais (Bônus Série 8), corrigidos pelo IPCA, e 30,71% sob a forma de financiamento junto ao Governo Federal como integração da reestruturação da dívida externa brasileira, concluída em abril de 1994 e liquidada pela Cesp em abril de 2014.

Do restante, 24,07% foi captado via Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (Fidc) para a liquidação de obrigações do serviço da dívida da Companhia, 1,70% no BNDES via Finame (junto ao Itaú/BBA) para o reparo de quatro máquinas para as unidades geradoras da UHE de Ilha Solteira, 1,10% foi captado na Eletrobrás para o financiamento de obras civis e montagem eletromecânica da Usina de Porto-Primavera e de aquisição de materiais e equipamentos, e 0,06% contratado com a Eletropaulo, porém, não há nota explicativa para esse contrato no demonstrativo, talvez pelo seu baixo valor.

Assim, percebe-se que 42,27% dos empréstimos estão alocados no mercado de capitais, utilizando exceções à Resolução 2.827/2001, visto que o mercado de capitais não é regulamentado pelo Bacen e há um dispositivo na lei permitindo a captação em bancos para rolagens de dívida (art. 9º, inciso VIII).

A tomada de recursos para o efetivo financiamento de projetos corresponde a 2,80%, oriundas de organismos que também não são regulamentados pela Resolução 2.827/2001, visto que a Eletrobrás e Finame não são do setor bancário.

Observa-se, então, que 1,70% do financiamento obtido junto ao BNDES e Itaú/BBA para repasse de recursos do BNDES estava sujeito à Resolução 2.827/2001, para os quais os bancos tiveram que se classificar no art. 9º, inciso X, ou no art. 7º, parágrafo 1º, que dispensa as operações contratadas por empresa de economia mista com garantia de duplicatas mercantis ou prestação de serviços.

Segundo as informações, o que pode se inferir é que a Cesp não está numa trajetória de investimentos, visto que estes estão restritos à pesquisa e desenvolvimento (P&D) exigidos pela Aneel em concessionárias de energia elétrica.

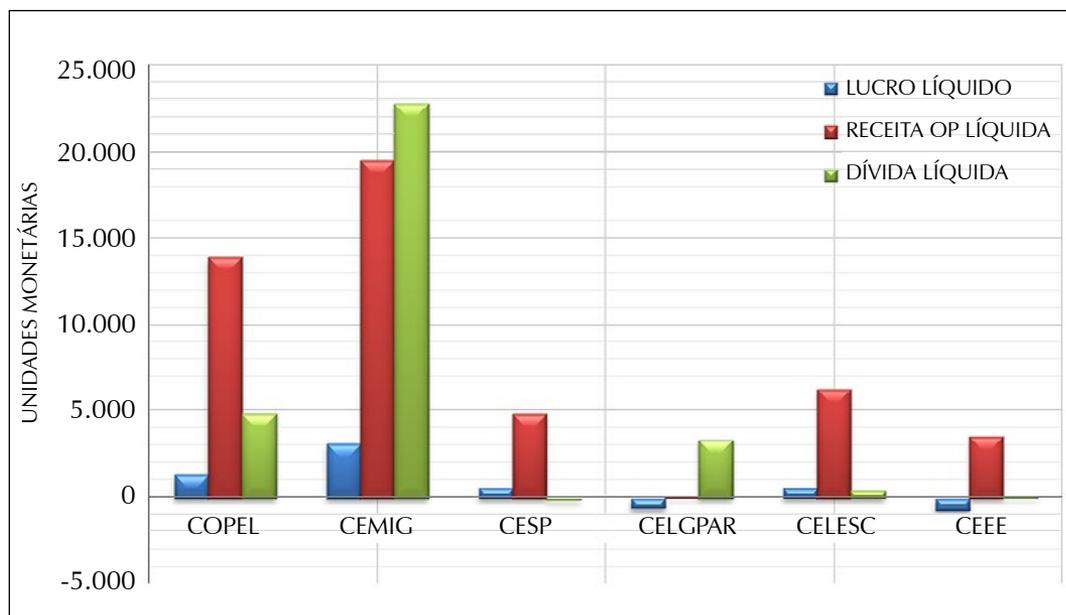
CONCLUSÃO

Retomando o objetivo inicial desta pesquisa, por meio da revisão de literatura feita pela pesquisa bibliográfica e do levantamento realizado a partir dos balanços e demonstrativos econômico-financeiros relativos ao exercício de 2014, foi possível determinar as principais fontes de financiamento empregadas pelas empresas estaduais de economia mista que atuam no setor de Energia Elétrica listadas na Bolsa de Valores BM&FBovespa (objeto desse estudo), no que tange à captação de recursos voltados à viabilização de seus investimentos recentes.

Analisando o GRÁF. 1 a seguir, percebe-se que nas empresas Copel e Cemig o nível de receita operacional líquida é alto, ou seja, deduzindo despesas da receita bruta, é possível vislumbrar a saúde financeira das companhias. Para a Copel, a receita líquida supera a dívida líquida em 287%, porém, para a Cemig, a receita líquida cobriria apenas 86% de sua dívida líquida.

Para a Cesp, Celesc e Ceee, a receita operacional líquida supera a dívida líquida. Já para a Celgpar, a dívida líquida é expressivamente maior do que a receita operacional líquida, o que explica o prejuízo apontado no ano de 2014.

GRÁFICO 1 – Comparativo do lucro líquido, receita operacional líquida e dívida líquida das empresas analisadas



FONTE: Os autores (2015)

Com base nos demonstrativos publicados em 2014, observa-se que os empréstimos e financiamentos das empresas estaduais de economia mista de energia elétrica no Brasil estavam distribuídos conforme a TAB. 7.

TABELA 7 – Empréstimos e financiamentos das empresas estaduais de energia elétrica por modalidade

| COMPARATIVO | COPEL | CEMIG | CESP | CELGP | CELESC | CEEE |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Financiamento externo | 0,0% | 0,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 43,9% |
| Mercado de capitais | 46,2% | 76,5% | 66,4% | 13,0% | 35,2% | 12,5% |
| BNDES | 26,5% | 0,9% | 32,4% | 0,0% | 4,0% | 7,3% |
| Eletrobrás | 2,1% | 1,9% | 1,1% | 0,4% | 15,8% | 5,5% |
| Finep | 0,5% | 0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Bancos | 24,7% | 20,2% | 0,0% | 86,4% | 44,9% | 30,9% |
| Outros | 0,0% | 0,1% | 0,1% | 0,3% | 0,0% | 0,0% |
| TOTAL | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

FONTE: Os autores (2015)

Nota-se que, no geral, a principal fonte de financiamento das empresas estaduais de energia elétrica é o mercado de capitais e o financiamento diretamente com instituições financeiras comerciais, provavelmente utilizando as exceções contidas na Resolução Bacen 2.827/2001. O BNDES figura somente como terceira fonte de financiamento.

A explicação emana do fato de que o mercado de capitais não é abrangido pela resolução que restringe o crédito ao setor público. Porém, projetos de infraestrutura visivelmente necessitam de financiamentos de prazos mais longos e taxas mais competitivas do que as que são ofertadas pelo mercado, visto que, conforme observado nas modelagens de leilões, consideram-se as taxas de TJLP ofertadas pelo BNDES.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 200

_____. **Mercado financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Resolução 2.827**, de 30 de março de 2001, consolida e redefine as regras para o contingenciamento do crédito ao setor público. Brasília, DF, 30 de março de 2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2827_v1_o.pdf>. Acesso em: 26 abr. 2014.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Lei de Responsabilidade Fiscal**. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/lei-de-responsabilidade-fiscal>>. Acesso em: 21 dez. 2015.

BRASIL. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF, 5 de dezembro de 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em 20/06/2015.

CENTRAIS ELÉTRICAS DE SANTA CATARINA (CELESC). **Demonstrações financeiras consolidadas 2014**. Disponível em: <<http://celesc.firbweb.com.br/wp-content/uploads/2015/03/DFAC-2014-CELESC-H.pdf>>. Acesso em: 25 abr. 2015.

COMPANHIA CELG DE PARTICIPAÇÕES (CELGP). **Demonstrações financeiras padronizadas – DFP 2014**. Disponível em: <<https://www.celg.com.br/>>. Acesso em: 19 abr. 2015.

COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS (CEMIG). **Demonstrações financeiras padronizadas – DFP 2014**. Disponível em: <<http://cemig.infoinvest.com.br/ptb/s-17-ptb-2014.html>>. Acesso em: 20 abr. 2015.

COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO (CESP). **Demonstrações financeiras anuais completas 2014**. Disponível em: <<http://ri.cesp.com.br/informacoes-financeiras/demonstracoes-financeiras>>. Acesso em: 12 abr. 2015.>. Acesso em: 12 abr. 2015.

COMPANHIA ESTADUAL DE ENERGIA ELÉTRICA – RIO GRANDE DO SUL (Grupo CEEE). **Dados econômicos financeiros anuais 2014**. Disponível em: <<http://ri.cee.com.br/Default.aspx?codPagina=283>>. Acesso em: 26 abr. 2015.

COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA (COPEL). **Demonstrações financeiras anuais completas 2014**. Disponível em: <[http://www.copel.com/hpcopel/root/nivel2.jsp?endereco=%2Fhpcopel%2fri%2Fpagcopel2.nsf%2Fdocs%2F86E5F19132081485032575A2004D460A](http://www.copel.com/hpcopel/root/nivel2.jsp?endereco=%2Fhpcopel%2Fri%2Fpagcopel2.nsf%2Fdocs%2F86E5F19132081485032575A2004D460A)>. Acesso em: 20 mar. 2015.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.