



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

**“O papel das instituições governamentais no
financiamento do setor de distribuição de energia pós-2008”**

Monografia apresentada como requisito para obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas

Orientador: Professor Dr. José Bonifácio de S. Amaral Filho

Carlos Eduardo de Oliveira Santos

Junior

Campinas, dezembro de 2011.

“O papel das instituições governamentais no financiamento do setor de
distribuição de energia pós-2008”

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Graduação do Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel
em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. José
Bonifácio de S. Amaral Filho

Campinas

2011

Campinas

2011

OLIVEIRA SANTOS JUNIOR, Carlos E. O papel das instituições governamentais no financiamento do setor de distribuição de energia pós-2008. 2011. 53

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

RESUMO

O setor elétrico, desde a sua criação, foi de grande importância para o Brasil. A necessidade de uma ótima infra-estrutura para o desenvolvimento passa pelas questões energéticas estratégicas. Tendo em vista essa relevância, o governo sempre esteve presente nas diretrizes tomadas no setor de energia elétrica, tendo participação direta nas empresas, na regulação e no financiamento do setor. Depois da crise econômico-financeira de 2008, os impactos foram sentidos pelas empresas brasileiras com decréscimos da demanda e diminuição do crédito. No caso das empresas de distribuição de energia elétrica não foi diferente, há impactos na demanda de energia, que constatou uma desaceleração da venda de energia. Ocasionalmente queda das receitas, diminuição do lucro líquido e do EBITDA, afetando a rentabilidade e os investimentos das distribuidoras. Para se adequar a nova estrutura econômica as empresas diminuíram os seus endividamentos, decrescendo os empréstimos e financiamentos e as captações. O governo, através das empresas públicas de financiamento, principalmente, o BNDES, a Eletrobrás e a FINEP, levou crédito a essas empresas, aumentando a participação nos financiamentos das distribuidoras.

ABSTRACT

The electricity sector, since its inception, was of great importance to Brazil. The need for an excellent infrastructure for development is the strategic energy issues. Given this importance, the government has always been taken in the guidelines in the electricity sector, with direct participation in companies, regulation and financing of the sector. After the economic and financial crisis of 2008, the impacts were felt by Brazilian companies with declines in demand and reduced credit. In the case of distribution companies of electricity was not different, there are impacts on energy demand, which showed a slowdown in the sale of energy. Leading to falling

revenues, decreased net income and EBITDA, affecting the profitability and investments of distributors. To fit the new economic structure companies decreased their indebtedness, decreasing borrowing and lending and borrowing. The government, through public financing of companies, mainly BNDES, Eletrobrás and FINEP, took credit to these companies, increasing participation in the financing of the distributors.

Key Words: Distribuidoras de energia elétrica, financiamento, governo, BNDES, FINEP, Eletrobrás.

AGRADECIMENTOS E DEDICATÓRIAS

Queria dedicar e agradecer aos meus pais (Carlos Eduardo e Maria Lucia) por tudo. Foram eles que me deram amor, carinho, dedicação, amizade, educação e tudo o que eu tenho hoje. Eles sacrificaram suas vidas para eu poder chegar aqui e me tornar um economista. Devo tudo a eles, sem eles não teria chego até aqui e não daria os passos que começo a dar em minha vida. Obrigado mãe e pai por serem os melhores pais do mundo.

À minha irmã, Bruna, a quem tenho uma enorme paixão e por ser a pessoa que eu mais me identifico neste mundo, por sempre acreditar em mim e me fazer um irmão super orgulhoso.

À minha namorada, Édina Paula, que nestes últimos dois anos me fez um homem cada vez mais feliz. Sem ela eu não teria concluído minha monografia, obrigado por me ajudar, por me fazer feliz e por me deixar fazer parte da sua vida.

Aos meus familiares, colegas de colégio, de faculdade, de república e de trabalho que sempre me deram apoio e deixaram minha vida mais feliz nesta dura caminhada.

Ao meu professor, Boni, que entendeu minhas necessidades neste ano e mostrou ser a pessoa que mais entende do setor energético que eu conheço, desde a mais simples manutenção da rede elétrica até as discussões mais estratégicas. Fique com o meu enorme respeito e admiração.

Mãe e pai essa monografia é para vocês.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Participação das empresas de distribuição de energia elétrica em Unidades Consumidoras e o Consumo por área de concessão	19
Tabela 2 - Receita Operacional das distribuidoras	21
Tabela 3 - Variação da Venda de Energia em GWh e das Receitas Operacionais entre os anos de 2008 e 2009	22
Tabela 4 - Razão entre Receita Operacional Líquida e Receita Operacional Bruta.....	23
Tabela 5 - EBITDA (em milhões de reais).....	24
Tabela 6 - Variação percentual do lucro líquido entre os anos de 2008, 2009 e 2010	26
Tabela 7 - Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido.....	27
Tabela 8 - Total e média dos investimentos das sete empresas selecionadas.....	30
Tabela 9 - Variação percentual dos investimentos entre os anos de 2008, 2009 e 2010.....	31
Tabela 10 - Variação percentual da dívida líquida entre os anos de 2008, 2009 e 2010.....	33
Tabela 11 - Razão entre dívida líquida e patrimônio líquido	34
Tabela 12 - Total de Empréstimos e Financiamentos.....	36
Tabela 13 - Dívida das empresas de distribuição de energia elétrica com BNDES, Eletrobrás e FINEP	39
Tabela 14 - - Porcentagem dos Empréstimos e Financiamentos com BNDES, Eletrobrás e FINEP	42
Tabela 15 - Captações Totais das distribuidoras em mil reais	43
Tabela 16 - Captações das distribuidoras por modalidade	44
Tabela 17 - Porcentagem do total de Captações por modalidade.....	45
Tabela 18 - Participação do Governo nas captações	47

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Desembolsos BNDES (R\$ bi)	6
Gráfico 2 - Porcentagem das operações do BNDES por setor em 2009	7
Gráfico 3 - Porcentagem das operações do BNDES por setor em 2010	8
Gráfico 4 - Venda de Energia em GWh.....	20
Gráfico 5 - Variação do EBITDA ao longo do período estudado	24
Gráfico 6 - Lucro Líquido em mil reais.....	25
Gráfico 7 - Margem Líquida.....	29
Gráfico 8 - Investimento em mil reais	30
Gráfico 9 - Dívida Líquida em mil reais.....	33
Gráfico 10 - Total de empréstimos e financiamentos	37
Gráfico 11 - Dívida das empresas de distribuição de energia elétrica com BNDES, Eletrobrás e FINEP	40
Gráfico 12 - Porcentagem dos Empréstimos e Financiamentos com BNDES, Eletrobrás e FINEP	41

<u>Sumário</u>	<u>página</u>
Introdução	01
Capítulo 1 - As instituições de financiamento públicas	03
1.1 - Contextualização.....	03
1.2 - O BNDES.....	05
1.3 Eletrobrás.....	08
1.4 FINEP.....	14
Capítulo 2 - Os impactos da crise e a participação do governo no financiamento das empresas	17
2.1 - Principais empresas do setor selecionadas.....	20
2.2 - Consumo de energia.....	20
2.3 - Receita Operacional.....	21
2.4 - EBITDA.....	23
2.5 - Lucro Líquido.....	25
2.6 - Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido.....	27
2.7 - Margem líquida.....	28
2.8 – Investimentos.....	30
2.9 - Dívida Líquida.....	32
2.10 - Dívida Líquida / Patrimônio Líquido.....	34
2.11 - Empréstimos e Financiamentos.....	36
2.12 - Participação de Instituições de Financiamento Públicas nos empréstimos e financiamentos.....	39
2.13 - Captações Totais.....	43
Conclusão.....	50
Referências bibliográficas.....	5

Introdução

A energia elétrica é importante não só para a indústria e serviços, mas também para o desenvolvimento social: um fator fundamental na evolução da humanidade. A grande questão está na quantidade ofertada e demandada. Quando a oferta é menor que a energia requerida, o desempenho econômico pode ser prejudicado. Por outro lado, quando há um excesso de oferta, desperdiça-se grande quantidade de caros recursos (Silvério et al., 2003).

O planejamento é importante no setor, não apenas no que tange ao atendimento das necessidades de infra-estrutura e desenvolvimento socioeconômico, mas também quanto ao impacto ambiental. As decisões que interferem nas relações do homem com a natureza serão muito estudadas nos próximos anos e o planejamento para o setor elétrico será fundamental para a sociedade. Para isso é requerida a atuação do governo e do estado no planejamento e na condução desse setor.

A regulação e auxílio dos órgãos públicos foram e serão fundamentais para o desenvolvimento no setor. O Estado e os órgãos reguladores têm papel crucial na determinação da produção de energia, nas tarifas praticadas, nos serviços prestados e na solução de qualquer tipo de problema que o setor enfrente. Este é um setor que pode gerar tanto externalidades positivas quanto negativas, ou seja, a atuação dele pode trazer benefícios ou prejuízos à sociedade como um todo. Por isso, justifica-se a intervenção do Estado: para ampliar as externalidades positivas e diminuir as externalidades negativas.

A crise econômico-financeira de 2008 afetou todos os setores da sociedade brasileira. Mudanças nas estruturas das empresas fizeram-se necessárias devido aos impactos da queda da demanda, variação cambial, aumento da incerteza em relação ao futuro e desequilíbrio no mercado financeiro e de capitais, não só no Brasil, mas no mundo todo.

O endividamento das empresas elevou-se com o *boom* econômico e excesso de liquidez no mercado financeiro. Quando a sobrevalorização dos ativos deu lugar à incerteza generalizada entre os investidores e à redução de crédito (no Brasil, o efeito foi sentido em 2008), as empresas passaram adotar a política de redução do endividamento e, por consequência, dos investimentos (Orestes da Silva et al, 2010).

O Governo foi o principal agente de resposta à crise, assegurando a demanda agregada da economia brasileira. O Estado foi o responsável pela rápida recuperação empreendida no país, não deixando a desaceleração econômica afetar de forma mais drástica o nível de atividade. Realizando importantes investimentos, concedendo benefícios tributários (como a redução do Imposto sobre Produto Industrializado, o IPI) e aumentando os gastos sociais, o Estado garantiu que o país se sobressaísse em relação aos demais.

Neste sentido foi importantíssima a participação de um banco de fomento público federal, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, ou BNDES. Segundo Orestes da Silva et al. (2010), o aumento dos desembolsos dessa instituição possibilitou a manutenção do investimento de inúmeras empresas brasileira em condições de reduzida liquidez no mercado interno e externo.

Entretanto, não é apenas o BNDES que o governo federal utiliza para assistir às empresas de inúmeros setores importantes da economia brasileira, há outras instituições financeiras públicas que concedem empréstimos para as empresas do país. No caso do setor de distribuição de energia não é diferente, as empresas contam com financiamentos de outras instituições financeiras públicas, entre elas a Centrais Elétricas Brasileiras, ou *Eletrobrás*; e a Financiadora de Estudos e Pesquisa, ou *FINEP*.

Neste estudo queremos descobrir qual é o papel desempenhado por essas instituições governamentais no financiamento do setor de distribuição de energia ao longo dos últimos anos e, principalmente, nos anos após a crise do *subprime* de 2008 e se esse financiamento foi importante para a recuperação frente à crise.

Para realizar tal estudo, primeiramente será apresentado um breve histórico dessas instituições financeiras estatais. No primeiro capítulo, queremos mostrar a importância do ideal desenvolvimentista da década de 50 e 60 do século passado na criação desses órgãos e como estas instituições intensificaram seus aportes de capital nos últimos anos.

No segundo capítulo, realizaremos um estudo sobre o impacto da crise financeira de 2008 nas principais empresas de distribuição de energia elétrica, utilizando informações das demonstrações financeiras dessas empresas. No final, analisaremos a participação e auxílio do Estado no financiamento destas empresas.

Capítulo 1 – As Instituições de Financiamento Públicas

1.1. Contextualização

O ideal desenvolvimentista das décadas de 50 e 60 ainda tem seus impactos no setor de distribuição de energia em pleno século XXI. Apesar de inúmeras mudanças ocorridas nesses mais de quarenta anos, são as instituições criadas naquele período, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), as Centrais Elétricas Brasileiras (Eletrobrás), a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e o Banco do Nordeste do Brasil (BNB) que proporcionam, principalmente através de financiamentos, a manutenção e aumento dos investimentos tão exigidos pelas características do ramo e pelo crescimento da sociedade brasileira.

O setor de energia elétrica já passou por inúmeras transformações desde o início de sua implementação, contribuindo para o desenvolvimento do país. Esse setor foi largamente contemplado pelos vultosos investimentos públicos realizados na década de 60 e 70. Foram inúmeros projetos: desde a melhora e confiabilidade da rede de distribuição nas grandes capitais, passando por Itaipu, até os inúmeros investimentos em geração, transmissão e distribuição de energia.

O Estado brasileiro, por não ter condições de financiar o desenvolvimento do país, utilizou-se das empresas estatais para captar recursos no exterior, desse modo, a economia tornou-se mais vulnerável às variações envolvidas nos contratos internacionais. Com a mudança do paradigma econômico da década de 70 (elevação das taxas de juros internacionais e instabilidade cambial) e a crise financeira do Estado brasileiro na década de 80 (aumento do déficit público e bancarrota das empresas estatais) o setor elétrico estatal não conseguiu captar e financiar os seus investimentos.

Essa crise também afetou as instituições estatais de auxílio ao investimento, inovação e pesquisa e desenvolvimento. Instituições como o BNDE e a Eletrobrás sofreram com a falta de fundos, com a diminuição da arrecadação do governo, com enfraquecimento do Estado e assim viram sua participação e auxílio no desenvolvimento caírem.

O enfraquecimento do Estado e de suas instituições obrigou o país a seguir a doutrina do Fundo Monetário Internacional (FMI), para receber novos financiamentos. Uma dessas

medidas foi a imposição do processo de privatizações das empresas estatais. O setor elétrico também passou por esse processo de privatização, que ocorreu no Brasil na década de 90, as principais empresas do setor foram privatizadas. No total foram privatizadas 45 empresas de distribuição de energia no país, das 63 que o Brasil tinha¹. O setor também passou por uma reforma e organização, principalmente com a criação da Agência Nacional de Energia Elétrica, a ANEEL, que ficou com a responsabilidade de organizar, coordenar e regular o setor.

Mesmo com as reformas e os investimentos do setor privado, ocorreu a crise do racionamento de energia de 2001. A falta de chuva e o mau planejamento da produção de energia do país foram as principais causas da falta de energia elétrica e da obrigatoriedade da diminuição do consumo pelas famílias, pela indústria e por todos os setores da sociedade (Sauer et al., 2001). Os impactos nas empresas do setor foram imensos, a diminuição da demanda de energia e conseqüentemente da receita afetaram os lucros e diminuíram os investimentos. Depois de longo período alheio aos desenvolvimentos do setor elétrico, o BNDES retoma a posição de órgão fortemente atuante no financiamento do setor.

O crescimento econômico brasileiro na última década permitiu a retomada dos financiamentos das instituições financeiras estatais para o desenvolvimento da economia e, por conseqüência, para o setor de energia elétrica. Devido ao aumento de suas fontes de recursos, os investimentos, tão necessários para o setor, foram retomados. A participação dessas instituições financeiras estatais foi crucial para a recuperação das inversões e para atender as novas demandas do crescimento brasileiro.

Porém, a crise econômico-financeira de 2008 afetou a demanda agregada brasileira, com conseqüências graves para todos os setores. Mais uma vez a participação das instituições criadas na década de 50 e 60 foi importante para a recuperação econômica e para a manutenção do investimento. Esse papel de destaque dessas instituições também é verificado no setor de energia elétrica. Os principais financiamentos e dívidas das empresas do setor voltam a ser de empresas estatais brasileiras, por conseqüência, estas recuperam sua participação de meados do século passado e auxiliam o desenvolvimento brasileiro.

¹ Retirada do site no dia 15/11/2011: <http://www.correio24horas.com.br/noticias/detalhes/detalhes-1/artigo/pais-tem-120-empresas-estatais-41-foram-privatizadas-nos-ultimos-20-anos/>

Em decorrência disso, a importância dessas instituições financeiras torna-se cada vez maior. Para a retomada desenvolvimentista do governo, mostra-se de fundamental importância estudar sua relação com as empresas de distribuição de energia. Por isso, parece razoável, dados os objetivos deste trabalho, uma breve pesquisa sobre o histórico das empresas estatais de alcance nacional, que mais tem relações de financiamentos com as distribuidoras de energia. A seguir mostraremos quais são estas e os seus processos de criação no seu contexto histórico.

1.2. O BNDES

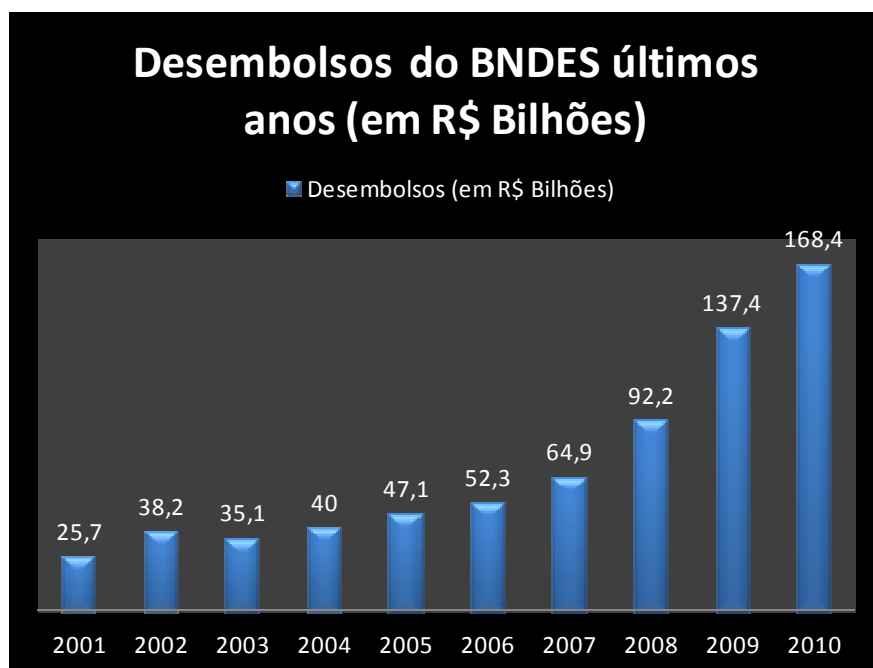
O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é o principal banco de investimento de longo prazo no Brasil. Fundado em 1952 para financiar o desenvolvimento econômico do país, é uma empresa pública do governo federal, que usa inúmeros meios de captar dinheiro. Os principais meios são o FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) e a venda de Títulos do Tesouro (Prochnik, 2008).

No início da década de 50, o objetivo da antiga autarquia federal era investir no estabelecimento de uma política nacional de desenvolvimento econômico. Com o passar do tempo, investimentos em obras de infra-estrutura, no setor agrícola e em pequenas e médias empresas tornaram-se os principais ramos auxiliados pelo banco de investimento nacional.

Ao longo dos anos o BNDES passou por inúmeras mudanças, tornando-se uma empresa pública federal, com efetiva participação nas substituições das importações brasileiras e no avanço da indústria de bens de capital. Criaram-se subsidiárias, que se fundiram e formaram o BNDESPAR, que passou a operar no mercado de capitais, numa tentativa de captar mais recursos para as firmas nacionais.

Durante as décadas de 80 e 90 o Banco ganhou ares mais sociais, preocupado com a formação de um Brasil mais justo e menos desigual. As preocupações sociais tornaram-se parte efetiva do programa do banco no desenvolvimento. O BNDES possuiu ainda um papel importante no processo de desestatização que o país enfrentou ao longo da década de 90.

Gráfico 1 - Desembolsos BNDES (R\$ bi)

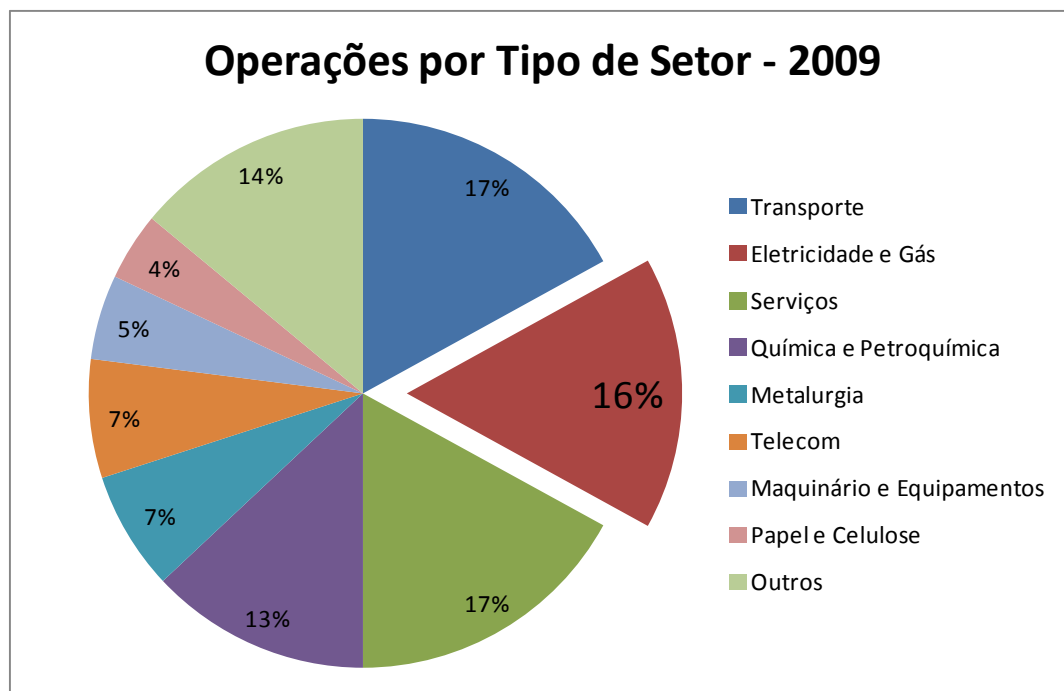


Fonte: www.bndes.gov.br

Com a chegada do século XXI, o BNDES ganhou um papel importante na fase de crescimento econômico e de recuperação da crise financeira, funcionando como um estabilizador do mercado de crédito. A participação do banco nos empréstimos cresceu de maneira cavalgar nos últimos 10 anos, criando um gigante no setor financeiro brasileiro, tornando-se a principal instituição financeira do país (ver gráfico de desembolso do BNDES nos últimos anos). Um ponto de estratégia do banco é o de incentivar as exportações, política que influenciou o crescimento do superávit comercial brasileiro nos últimos anos. A outra vertente estratégica do BNDES é o desenvolvimento e auxílio do mercado de capitais do Brasil, visto como essencial para a captação de recursos e desenvolvimento do país.

Os empréstimos são aprovados para financiamento de grandes, médias, pequenas e micro empresas de todos os segmentos estratégicos da sociedade, que contam com um custo muito mais baixo do que o oferecido pelo mercado. Ou seja, o financiamento do BNDES beneficia projetos que ofereçam retornos positivos para a sociedade.

Gráfico 2 - Porcentagem das operações do BNDES por setor em 2009

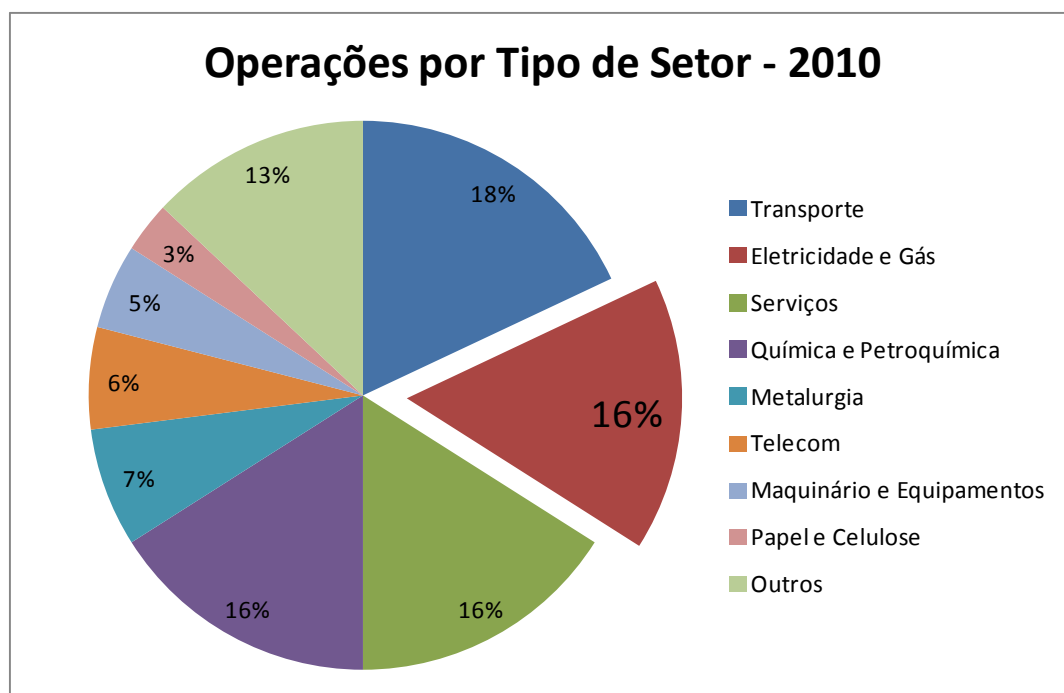


Fonte: www.bndes.gov.br

São inúmeras as áreas que o BNDES apóia. No ano de 2009 os principais setores que receberam desembolsos por meio de operações do banco nacional foram Transporte, Serviços e Eletricidade e Gás (ver gráfico acima). Esses são considerados setores bases para o crescimento da economia brasileira. O governo acredita que o BNDES deve auxiliar na criação de uma infraestrutura básica - onde o capital é escasso e de baixa maturação - e possibilitar que os investimentos privados continuem e impulsionem o desenvolvimento do país.

Em 2009, apesar da grave crise econômico-financeira, os desembolsos do BNDES cresceram 49% em relação a 2008, que também obteve um crescimento de 42% em relação a 2007. Estes números mostram o quanto a participação do BNDES está crescendo e o quanto o banco estatal ajudou as empresas na crise.

Gráfico 3 - Porcentagem das operações do BNDES por setor em 2010



Fonte: www.bndes.gov.br

Nos últimos dois anos (2009 e 2010) o setor de infra-estrutura (Transporte, Eletricidade e Gás) obteve mais de 31% dos desembolsos do BNDES, no ano de 2010 especificamente, o valor de desembolso atingiu 52,4 bilhões de reais para essa área. Destes, aproximadamente R\$ 26 bilhões foram para o setor de eletricidade e gás. Um crescimento de 22,6% em relação ao ano anterior, ainda representando 16% do total das operações do banco.

O BNDES é atualmente o principal instrumento de financiamento das empresas de distribuição de energia no país. O peso e a participação do BNDES e das outras instituições na composição das dívidas das empresas serão vistos posteriormente no capítulo 2.

1.3. Eletrobrás

As Centrais Elétricas Brasileiras (Eletrobrás) surgiram em 11 de junho de 1962, no Conselho Nacional de Águas e Energia Elétrica (CNAEE), com a presença do então presidente da República João Goulart. O fato é que a idéia inicial de sua criação surgiu bem antes, no ano de 1954, quando Getúlio Vargas, então presidente da República, pensou em um órgão ou empresa para estudar e suprir a energia elétrica necessária para o país crescer e se desenvolver. Não foi de

uma hora para outra que surgiu a Eletrobrás, o projeto idealizado pelo presidente gaúcho sofreu muita oposição. Até então o setor elétrico brasileiro era dominado pelo capital privado estrangeiro, que não via com bons olhos o fato de o Estado entrar no setor.

A estratégia da criação da empresa estatal estava baseada na política nacional-desenvolvimentista de Vargas. Além da Eletrobrás seria criada a Companhia Hidro Elétrica do São Francisco (Chesf) e seria dada continuidade à construção da hidrelétrica de Paulo Afonso 1, uma grande usina localizada no estado da Bahia e construída no rio São Francisco, que entrou em funcionamento em 1954. Vargas ainda enviou ao Congresso Nacional projetos para a criação do Imposto Único sobre Energia Elétrica (IUEE) e do Fundo Federal de Eletrificação (FFE). Todas essas medidas visavam acabar com os gargalos existentes no setor elétrico brasileiro, que era primordial para o desenvolvimento.

A concorrência com o Estado poderia ser prejudicial para os planos dos agentes internacionais. Por isso a pressão por diferentes lados, das principais empresas do setor no país, a canadense *The Brazilian Traction, Light and Power Company* (Light) e a norte-americana *American & Foreign Power Company* (Amforp), de ministros do governo, de vários políticos e até concessionárias estaduais², contrários à criação da Eletrobrás, dificultou sua implementação.

O projeto passou por muitas discussões e mudanças. O debate entre as forças governamentais e os representantes do setor privado, além dos trâmites no Congresso Nacional, durou sete anos. Finalmente em 1961, o então presidente Jânio Quadros, assinou a lei 3.890-A, que autorizava a União a criar a empresa estatal através de uma *holding*, mesmo com uma campanha da Light para pressionar o veto presidencial. A Eletrobrás surgiu como *holding* federal, porque tinha quatro empresas subsidiárias: Companhia Hidro Elétrica do São Francisco (Chesf), Termoelétrica de Charqueadas S. A. (Termochar), a Companhia Hidroelétrica do Vale do Paraíba (Chevap) e a Central Elétrica de Furnas (Furnas).

O principal objetivo da nova empresa estatal era o suprimento de energia elétrica no Brasil, para isso ela podia realizar estudos, projetos e construção de usinas geradoras e linhas de transmissão. Em 1963, a Eletrobrás já tinha dimensão suficiente para fazer aportes de capital para

² Informações do site da Eletrobrás: http://www.eletrobras.com.br/Em_Biblioteca_40anos/default.asp

as suas empresas subsidiárias, que eram duas empresas federais, e dez concessionárias estaduais, entre elas as Centrais Elétricas de Minas Gerais (Cemig).

Funcionando como centro de quase todo o complexo energético brasileiro, a principal função dessa gigante brasileira era oferecer recursos financeiros para as suas subsidiárias e associadas. O intuito era prover o financiamento necessário para projetos de geração e transmissão que não tinham um retorno garantido a médio prazo e que dependiam de um grande aporte de capital, portanto, ela estava encarregada de financiar o setor elétrico brasileiro. Foi assim em inúmeros projetos, como a construção de Furnas e da Binacional de Itaipu, que aumentaram exponencialmente a energia gerada pelo país.

Um acontecimento importante para o setor elétrico brasileiro foi a criação da Reserva Global de Reversão, a RGR, instituída pelo governo militar do general Emílio Médici. As concessionárias eram obrigadas a recolher o equivalente a 3% do *Investimento Remunerável* para a Eletrobrás, isso possibilitou o aumento do *funding* da *holding*, formando um fundo federal com autonomia para o gerenciamento destes recursos. A RGR, criada em 1971, em substituição à anterior Reserva de Reversão, um fundo para o pagamento de possíveis indenizações às concessionárias de serviços de energia elétrica em caso de eventuais reversões à União de concessões de qualquer serviço de energia elétrica, tornou-se importante fonte de financiamentos concedidos pela Eletrobrás. Ela é cobrada das empresas, calculada pela ANEEL com base no valor de seus ativos e teve ao longo do tempo inúmeras finalidades.

A Eletrobrás passou por grandes reformas ao longo dos anos 90, com privatizações de algumas de suas subsidiárias e com um grande processo de reestruturação da empresa e do próprio setor elétrico brasileiro. Foram abertas oportunidades para novos produtores de eletricidade, foi criado um novo órgão de regulação (a ANEEL) e o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS), além de grandes investimentos do setor privado estrangeiro.

Ainda na década de 90 por determinação legal e transitória, a Eletrobrás assumiu a distribuição de energia para alguns estados brasileiros, devido a problemas operacionais de algumas companhias que tinham sido privatizadas e não investiram o suficiente para o bom funcionamento do setor. Então, foram criadas novas empresas, sob controle da Eletrobrás (uma re-estatização) para assumir a distribuição de energia destes Estados. Entre eles estavam o Acre,

Alagoas, Amazonas, Piauí, Rondônia e Roraima. Em 2004, a Eletrobrás foi retirada do Programa Nacional de Desestatização (PND) pela Lei nº 10.848, graças a mudanças da política do setor.

A seguir apresentaremos um breve resumo dos principais mecanismos de repasse de recursos da Eletrobrás para as empresas de distribuição de energia. Vale ressaltar que os planos citados são de caráter mais social, mas de grandes repasses para as distribuidoras.

1.3.1. Programa Luz no Campo

No início deste novo milênio, mais de 10 milhões de pessoas estavam sem energia elétrica no meio rural no Brasil. A energia elétrica é pré-requisito básico, mas não único para o desenvolvimento da população. Tal recurso é importante para integração do homem à sociedade e ao ambiente em que ele vive. Também é um benefício microeconômico, posto que pode oferecer melhorias à produção agropecuária e à qualidade e eficiência desta (Gusmão, Pires, Giannini et al., 2002).

Esta alta quantidade de pessoas no campo sem energia elétrica é explicada pelo baixo e moroso retorno do capital investido na execução das obras que levam a energia a pontos tão distantes dos centros urbanos. Há um elevado custo inicial de transporte e todo o aparato de equipamento para iniciar as transmissões de energia elétrica, assim como no atendimento inicial das unidades recém ligadas. Soma-se a isso um baixo retorno desses projetos, já que o baixo consumo per capita não favorece o retorno do capital inicial e o investimento em manutenção da rede de transmissão e distribuição no meio rural (Nascimento & Giannini, 2002).

Esta especificidade justifica a necessidade de um programa que incentive a eletrificação rural, que não veja só as conseqüências econômicas e sim os benefícios sociais de longo prazo, que não priorize a análise financeira das empresas de curto prazo e busque a equalização da questão energética, como um passo para o desenvolvimento sustentável do país.

Nesse contexto surge o Programa de Eletrificação Rural “Luz no Campo”:

“... o Programa de Eletrificação Rural “Luz no Campo” objetiva internalizar as premissas deste novo padrão de desenvolvimento, e a sua avaliação é realizada abrangendo os aspectos econômicos, técnicos, sociais e ambientais, buscando obter respostas sob a ótica de

cada um dos agentes envolvidos: moradores/produtores rurais, concessionárias e governo.” (Gusmão, Pires, Giannini, et al, 2002, pp.2)

Lançado no ano 2000, a meta do Luz no Campo era levar energia elétrica para um milhão de unidades (domicílios ou propriedades rurais), o que beneficiaria cinco milhões de pessoas, tentando solucionar uma séria ausência de políticas públicas ao longo da história brasileira, já que apesar de alguns esforços anteriores, apenas 39% das propriedades rurais brasileiras possuíam acesso a formas regulares de energia elétrica. Na década de 90, a situação ainda deixava a desejar : apesar das transformações que ocorreram neste período nos grandes centros urbanos e seus arredores, o atendimento de energia elétrica aos estabelecimentos agropecuários em todo o território nacional era comparável ao dos Estados Unidos na década de 40 (Gusmão, Pires, Giannini et al, 2002).

1.3.2. Programa Luz Para Todos

Pela Resolução 223 de 2003 da Agência Nacional de Energia Elétrica, a ANEEL, as concessionárias de energia têm até 2015 para suprir a demanda de todas as unidades familiares brasileiras, isto é, a *universalização da distribuição*. Essa nova exigência fez com que o governo substituísse o Programa Luz no Campo por um mais abrangente e definitivo.

Com a Lei 10.762 e com o Decreto de Lei 4.873, de novembro de 2003, surgiu o “Programa Luz para Todos” que tinha como objetivo inicial o acesso à energia elétrica por todas as pessoas do território nacional, principalmente no meio rural, visto que do total de pessoas excluídas do acesso à energia elétrica 80% ficavam no campo. Há inúmeras diferenças em comparação com o Programa Luz no Campo. Enquanto este tinha como objetivo único levar energia elétrica para dois milhões de unidades, os objetivos do novo programa ampliaram-se, como aponta a Eletrobras:

“... o Luz para Todos veio garantir o acesso ao serviço público de energia elétrica a todos os domicílios e estabelecimentos do meio rural, melhorar a prestação de serviços à população beneficiada, intensificar o ritmo de atendimento e mitigar o potencial impacto

*tarifário, por meio da alocação de recursos subvencionados e pelo complemento de recursos financiados.”*³

O programa deveria atingir a meta de atender à totalidade da população brasileira em 2008. Porém, devido ao crescimento populacional e ao insuficiente investimento realizado, não se atingiu o objetivo. No ano de 2008, o Decreto 6.442 amplia o prazo para cumprimento da meta e novamente não se tem o resultado esperado. Outros decretos vieram em 2010 e 2011, ampliando o período de maturação do projeto até 2014.

Além do meio rural o programa visa à entrega de energia elétrica para outros beneficiários atendidos pelo Programa Territórios da Cidadania ou pelo Plano Brasil Sem Miséria. Também serão atendidos pelo Luz para Todos os projetos de eletrificação em assentamentos rurais, comunidades indígenas, quilombolas e outras comunidades localizadas em reservas extrativistas.

Diferentemente do Programa Luz no Campo, o Programa Luz para Todos não considera apenas a disponibilidade de energia em cada unidade domiciliar, é preciso que esse suprimento respeite certo padrão, ou seja, que não advenha de ligações diretas da rede, feitas pelo próprio morador, a instalação deve ser oferecida em moldes padronizados. Tal mudança de critério ampliou enormemente a cobertura do programa, transformando inúmeras unidades familiares em beneficiárias. Um ponto não corrigido pelo Programa Luz para Todos foi a adequação à crescente demanda, isto é, acima daquela programada pelo governo atender (Camargo et al, 2008).

O Governo aponta o programa Luz para Todos como o mais ambicioso do mundo em termos de inclusão elétrica. Além de levar desenvolvimento e inclusão social para pessoas de baixa renda no Brasil, o programa prevê a criação de mais de 300 mil empregos diretos e indiretos⁴. A coordenação é feita pelo Ministério de Minas e Energia (MME), com a parte operacional de financiamento e comprovação realizada pela Eletrobrás.

Diferentemente do Programa Luz no Campo, o financiamento tornou-se mais acessível aos consumidores de baixa renda. Criou-se uma institucionalidade para o *funding*, para

³ Retirado do site da Eletrobrás: <http://www.eletrobras.com/elb/data/Pages/LUMIS32AB99AAPTBRIE.htm>

⁴ Retirado do site da Eletrobrás: <http://www.eletrobras.com/elb/data/Pages/LUMIS32AB99AAPTBRIE.htm>

os empréstimos e para as comprovações. Os consumidores atendidos pelo programa não são obrigados a pagar, mas as concessionárias são obrigadas a realizar o serviço de ligação, com a vantagem de receberem financiamento de baixo custo, subsidiado e de longa maturação.

Outro fundo setorial utilizado no Programa, além do RGR, foi a Conta de Desenvolvimento Energético, a CDE, que foi instituída pela Lei nº 10.438, de 26 de abril de 2002. Este fundo também é gerido pela Eletrobras e visa à promoção da competitividade da energia produzida por fontes renováveis, de interesse nacional para a universalização do acesso a energia elétrica. Terá como fontes de recursos um valor cobrado, durante 25 anos, dos agentes participantes do comércio de energia, de multas da ANEEL e de pagamentos anuais de títulos do Uso de Bem Público.

Esses dois fundos, RGR e CDE, são as principais fontes de recursos do Programa Luz para Todos, que tinha previsão inicial de gastos no valor de 7,6 bilhões de reais. A participação da RGR e da CDE era de mais de 72% deste total, o restante ficaria sob responsabilidade dos governos municipais, estaduais e das empresas de distribuição de energia elétrica (Strazzi et al, 2003).

Os recursos oriundos da CDE são repassados às empresas de distribuição de energia a título de fundo perdido, isto é, não há a necessidade de devolver esse dinheiro. Chamado de título de subvenção econômica, é crucial para o programa possa atender todas as metas, atenuando o impacto tarifário.

Já a RGR é fonte de financiamento para as empresas de distribuição de energia, com condições subsidiadas e muito baixas, quando comparadas ao mercado. Os recursos oriundos da RGR são repassados a uma taxa de 5% ao ano, com cobrança 1% de taxa de administração, além de 1% de comissão de reserva e de mora, com dois anos de carência e amortização em dez anos. As empresas de distribuição de energia optam por contratar esses recursos para ampliar os seus investimentos e atender mais consumidores.

1.4. FINEP

O processo de criação de instituições governamentais para alicerçar o desenvolvimento brasileiro teve o seu auge nos anos 50, com a criação de inúmeros órgãos como o BNDE, a Petrobrás, o Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (o CNPq) e a Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (a CAPES), entre

outros. Esse processo se deve a uma mudança de rumo do pensamento governamental e foi crucial para o desenvolvimento do país nos anos posteriores.

A mudança de concepção foi da mentalidade de um país que exportava commodities, de baixo valor agregado, para um país de mentalidade industrial e desenvolvimentista. A procura por inovação estava, portanto, intrínseca no novo modelo. Para desenvolver seria necessário buscar inovações e para isso investir em educação, pesquisa e desenvolvimento.

Nesse sentido, foi necessária a criação de uma instituição pública que abrigasse a pesquisa e o desenvolvimento, na busca por inovação; já que o setor privado e a burguesia brasileira não tinham vontade própria para realizá-la (Cardoso de Mello, 1982). Esse foi o principal motivo da criação do Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas, instituído em 1965, para que o BNDE financiasse os projetos e pesquisas de inovação brasileiras. O fato é que havia um gargalo em projetos de modernização da indústria brasileira criado na década anterior.

Havia também o problema de infra-estrutura. O país não tinha a estrutura física necessária para a produção, o transporte da matéria-prima e o escoamento da produção. A mudança do paradigma começou em 1962, com a criação do Ministério do Planejamento, tendo sido Celso Furtado o primeiro ministro.

Mesmo com a ruptura de pensamento do pós-64, dada a imposição da ditadura militar, as medidas de desenvolvimento e modernização continuaram. O resultado foi um aumento dos recursos disponíveis graças à postura e as alianças do novo governo. Somaram-se recursos do Banco Interamericano de Desenvolvimento, o BID, e da Aliança para o Progresso, o USAID. Com isso, houve a possibilidade da criação em 1965 do Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas (Derenusson, 2011).

A partir do Decreto de Lei nº 200, que buscava modernizar a burocracia do Estado, esse fundo passou a ser responsabilidade do BNDE, o que perdurou até 1967. Para atingir o objetivo de modernização, criou-se uma nova empresa pública, a Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP, que substituiu o fundo FINEP. Ela já nasce como uma instituição financeira, reconhecida pelo Conselho Monetário Nacional e se desvincula do BNDE, mas segue sob responsabilidade do Ministério do Planejamento.

Outro ponto favorável à FINEP é que ela também institucionalizou o Fundo de Desenvolvimento Técnico e Científico, o FUNTEC, que tinha como objetivo central o financiamento de projetos de pós-graduação nas universidades brasileiras.

Em 31 de julho de 1969, o Governo instituiu o FNDCT - Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico, destinado a financiar a expansão do sistema de Ciência e Tecnologia (C&T), tendo a FINEP como sua Secretaria Executiva a partir de 1971. Na década de 1970, a FINEP promoveu intensa mobilização na comunidade científica ao financiar a implantação de novos grupos de pesquisa, a criação de programas temáticos, a expansão da infraestrutura de C&T e a consolidação institucional da pesquisa e da pós-graduação no Brasil. Estimulou também a articulação entre universidades, centros de pesquisa, empresas de consultoria e contratantes de serviços, produtos e processos.

É com base em programas e projetos de inovação que as empresas de distribuição de energia conseguem financiamentos com a FINEP, a custos subsidiados e muito abaixo do mercado, permitindo maiores investimentos em inovação e qualidade dos serviços prestados, tão essenciais aos serviços prestados por essas empresas.

Capítulo 2 – Os impactos da crise e a participação do governo no financiamento das empresas

2.1. Principais empresas do setor selecionadas

Nesse estudo queremos analisar os impactos da crise financeira de 2008 nas empresas de distribuição de energia. A nossa hipótese inicial é de que as distribuidoras de energia elétrica, ao longo dos últimos anos, contaram com o crescente apoio do governo e de suas instituições para superar a crise e crescer. Os principais responsáveis pelo auxílio oferecido foram as instituições financeiras governamentais de empréstimo de longo prazo, como o BNDES e a Eletrobrás.

Por ser um setor em que os investimentos requerem longo processo de maturação e vultoso aporte de capital, os investidores privados não estavam dispostos a se arriscar. Devido à importância para o desenvolvimento nacional, o setor público foi obrigado a intervir e realizar tais investimentos ao longo de toda a história do setor de energia⁵ (Sant' Anna, 2010).

Para analisar a participação do governo no auxílio às empresas de distribuição de energia, vamos estudar o impacto que a crise financeira teve sobre elas e como se deu a participação no governo na recuperação delas. Utilizaremos, para tal propósito, os dados mais empregados na análise das empresas e alguns índices de produção, rentabilidade e de endividamento, e principalmente, números sobre empréstimos e financiamentos e as captações dos últimos quatro anos.

Escolhemos estudar as oito principais empresas distribuidoras de energia elétrica de um total de 64. As empresas com maiores receitas e investimentos foram utilizadas neste estudo⁶. Como critério de seleção, foram escolhidas as que apresentam maior consumo de energia do país e assim maior peso econômico e financeiro.

⁵ Para ver mais sobre a história do setor e a participação do governo ler Sant'anna, 2010.

⁶ A seleção passou por critérios de quantidade de unidades consumidoras e receita da Associação Brasileira dos Distribuidores de Energia Elétrica, a Abradee, www.abradee.com.br

Nenhuma empresa das regiões Centro-Oeste e Norte do país foi analisada, devido ao menor consumo de energia elétrica nessas regiões e ao fato de que grande parte dos estados da região Norte está sob concessão direta da Eletrobrás e de suas subsidiárias⁷ (Bardelin, 2004).

Na região Sul, a empresa escolhida foi a Companhia Paranaense de Energia S.A. (Copel) que tem grande representatividade no consumo no cenário nacional, grande número de unidades consumidoras e é uma estatal (do governo do Estado do Paraná) que distribui energia em quase todo o estado do Paraná. Diferentemente do que ocorre com o estado do Rio Grande do Sul, que possui grande fragmentação nas concessões entre várias distribuidoras. Só que os dados da Copel não poderão ser utilizados, já que não há informações exclusivas da área de distribuição da empresa para todos os anos estudados.

Na região Nordeste, selecionamos a Companhia Elétrica da Bahia S.A. (Coelba), a Companhia Energética de Pernambuco S.A. (Celpe) e a Companhia Energética do Ceará S.A. (Coelce). Elas possuem uma grande representatividade nessa região e no país, devido aos indicadores operacionais e financeiros e ao grande número de unidades consumidoras, além de fornecerem energia para os três principais Estados da região: Bahia, Pernambuco e Ceará, respectivamente.

Já para o Sudeste, a principal região econômica e social do país, há quatro grandes empresas de distribuição de energia que respondem pelo atendimento da grande maioria dos consumidores da região. A Companhia Energética de Minas Gerais S.A. (Cemig), controlada pelo governo do estado de Minas Gerais, que fornece energia para quase todo o estado. A Light Serviços de Eletricidade S.A. (Light), que no ano de 2009 foi comprada pela Cemig, tem sua área de concessão em grande parte do estado do Rio de Janeiro. Em São Paulo escolhemos as duas principais empresas de distribuição de energia, a Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. (AES Eletropaulo), que distribui energia para a Grande São Paulo, e a Companhia Paulista de Força e Luz S.A. (CPFL Paulista), que tem seus serviços para a maior parte do interior paulista. Somadas, elas representam um significativo número de unidades consumidoras do maior estado consumidor do país.

⁷ Para ver as quedas no consumo de energia e seus impactos crise de 2001 no Norte ver Bardelin, 2004, páginas 62-3 e no Centro-oeste ver Bardelin, 2004 páginas 65-67 e entender a baixa participação desta nessa crise.

Tabela 1 - Participação das empresas de distribuição de energia elétrica em Unidades Consumidoras e o Consumo por área de concessão

**BRASIL - Participação das empresas selecionadas no mercado
de energia elétrica das distribuidoras**

Empresas	Numero de UC dez/10	% do total	Consumo GWh ano 2010	% do total
AES ELETROPAULO	6.106.532	9,1%	35.347	11,8%
CEMIG	7.053.632	10,5%	23.091	7,7%
CPFL PAULISTA	3.595.771	5,3%	20.602	6,9%
LIGHT	3.665.400	5,4%	19.460	6,5%
COPEL	3.759.399	5,6%	21.303	7,1%
COELBA	4.886.178	7,2%	14.593	4,9%
CELPE	3.091.013	4,6%	9.972	3,3%
COELCE	2.856.156	4,2%	8.163	2,7%
Subtotal 8 empresas	35.014.081	51,9%	152.531	50,9%
DEMAIS	32.434.272	48,1%	146.948	49,1%
TOTAL BRASIL	67.448.353	100,0%	299.479	100,0%

Fonte dos dados: ABRADÉE (www.abradee.com.br/dados_mercado.asp)

Juntas, essas oito empresas representam mais de 50% das unidades consumidoras do Brasil⁸ e suas *holdings* respondem por aproximadamente 40% do Índice de Energia Elétrica⁹, que mede o desempenho do setor elétrico na Bolsa de Valores de São Paulo.

Os dados apresentados a seguir foram retirados das Demonstrações Financeiras das empresas mencionadas, divulgadas no site da Comissão de Valores Imobiliários, a CVM¹⁰. Ressalte-se que a Copel está fora desta pesquisa, pois os dados não estão disponíveis.

Os números apresentados foram deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo, o IPCA, divulgado mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE¹¹). A base utilizada é de dezembro de 2010, por isso os números dos anos de 2007, 2008 e 2009 foram deflacionados para preços de dezembro de 2010.

⁸ Dados da Agência Nacional de Energia Elétrica para o ano de 2010.

⁹ Para mais informações sobre o IEE acessar o site da BM&FBOVESPA, <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IEE&Idioma=pt-BR>

¹⁰ www.cvm.gov.br

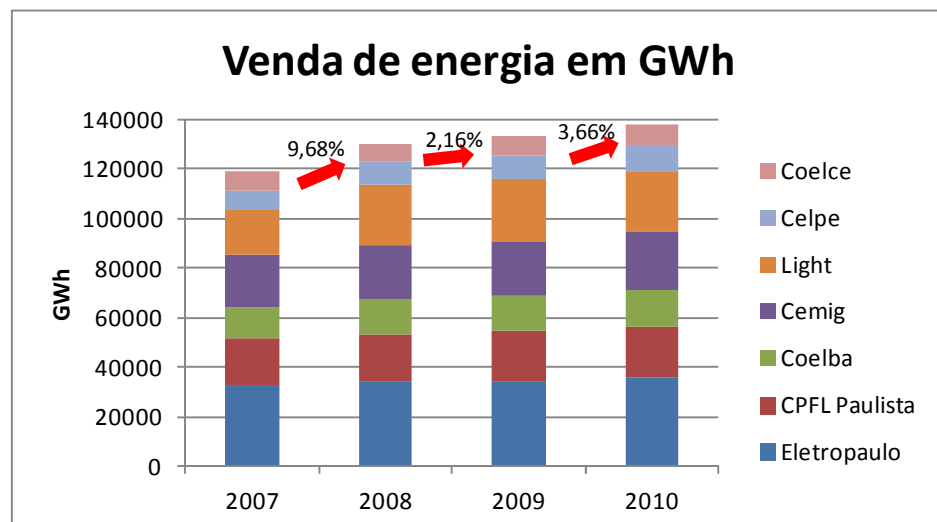
¹¹ Índice divulgado para o mercado na seguinte página eletrônica <http://www.sidra.ibge.gov.br/bda/precos/default.asp>

2.2. Consumo de Energia

O consumo de energia do período estudado, medido em Gwh, é ideal para ver o impacto da crise financeira de 2008 no consumo das principais regiões brasileiras. Com a queda da produção, a tendência é que o consumo de energia decresça, já que há uma diminuição da demanda da indústria.

O PIB brasileiro de 2009 teve uma retração de 0,2%, o que explica o baixo crescimento da venda de energia das principais empresas do setor de distribuição, um aumento de apenas 2,16%.

Gráfico 4 - Venda de Energia em GWh



Em compensação, a venda de energia em 2010 aumentou, para o conjunto das sete empresas estudadas, apenas 3,66%, não recuperando as taxas de crescimento anteriores à crise, enquanto o crescimento do PIB foi de 7,5%, portanto, o aumento da venda de energia em 2010 foi menos elástico do que a variação do PIB.

O destaque fica por conta da AES Eletropaulo, que fica com a primeira posição no ranking de energia vendida, tanto para mercado cativo quanto para o mercado livre¹², com 35.434

¹² Para informações sobre informação sobre mercado cativo e mercado livre de energia ver <http://www.agroenergia.com.br/index.php/entenda-o-mercado/acl>, <http://www.abraceel.com.br/paginas/detalhes/3098/diferencas-entre-consumidores-livres-e-cativos> e a Lei 9.074 da Agência Nacional de Transporte Terrestre (ANTT) de 1995, <http://www.antt.gov.br/legislacao/Ferrovias/Lei9074-95-ConcServPublicos.pdf>.

Gwh de energia vendida. Esse número é devido à maior população atendida pela concessionária e ao grande tamanho da indústria da região da Grande São Paulo.

Em termos percentuais, as grandes mudanças ocorreram com a Light e as empresas do Nordeste, que no período analisado tiveram um crescimento muito elevado. A Light vendeu 34,3% a mais de energia entre 2010 e 2007.

A Celpe teve aumento de 22,5% na venda de energia elétrica, enquanto a Coelce e a Coelba apresentaram crescimento de 20,3% e 19,8%, respectivamente. Esse resultado no Nordeste pode ser explicado pelo crescimento econômico da região Nordeste ter sido maior que no restante do país.

Mesmo com todas as variações positivas, o resultado para o ano de 2009 não foi muito bom, a maior variação de 2008 para 2009 foi da Coelba com aumento de 4,27% e o pior foi da Celpe, com 0,18%.

No ano de 2010 as variações foram superiores, mas não tão expressivas assim. Ao todo foram vendidos quase 140 milhões de Gwh para essas quatro empresas, mesmo assim a taxa de crescimento não voltou para padrões anteriores a 2008. Portanto, podemos concluir que a venda de energia elétrica foi afetada pela crise financeiro-econômica, a queda da produção afetou a demanda por energia e até o ano de 2010 a recuperação não foi completa.

2.3. *Receita Operacional*

Tabela 2 - Receita Operacional das distribuidoras

	Receita Operacional (em R\$ mil)			
	2007	2008	2009	2010
Eletropaulo	13.211.252	12.981.497	13.374.983	14.713.700
CPFL Paulista	8.035.802	7.376.544	7.783.377	5.360.015
Coelba	5.022.393	5.143.595	5.223.987	6.239.476
Cemig	11.582.644	11.074.094	10.867.322	11.074.000
Light	9.190.274	9.235.289	9.158.800	6.097.103
Celpe	3.658.316	3.757.857	4.036.984	4.240.980
Coelce	2.844.589	2.977.731	3.160.458	3.910.631
Total	53.545.270	52.546.608	53.605.912	51.635.905

A Receita Operacional é a renda obtida pela empresa que provém apenas de suas atividades fins, ou seja, o evento econômico relacionado com as atividades principais da

empresa¹³. Esse valor é importante para analisar o quanto a empresa ganhou, descontado das outras fontes de receitas¹⁴.

No quadro acima, podemos visualizar o resultado da Receita Operacional das sete empresas selecionadas, de 2007 a 2010. De forma geral, as empresas não apresentaram variações muito significativas nas Receitas Operacionais, e não há um padrão de performance ao longo do período estudado.

Os números de 2010 divergem do restante devido às mudanças contábeis pelas quais as empresas tiveram de adaptar seus relatórios e demonstrativos financeiros, aderindo às normas contábeis do IFRS¹⁵.

As variações das Receitas Operacionais foram maiores do que as verificadas no volume de Vendas de Energia em Gwh, entre 2008 e 2009, para quatro das sete empresas estudadas (como pode ser visualizado no quadro a baixo). Tal fato possivelmente se explica pelo aumento da tarifa de energia e pela redução de custos.

Tabela 3 - Variação da Venda de Energia em GWh e das Receitas Operacionais entre os anos de 2008 e 2009

Empresa	Variação de 2008 para 2009 das Vendas de energia	Variação de 2008 para 2009 das Receitas Operacionais
Eletropaulo	1,70%	3,03%
CPFL Paulista	2,22%	5,52%
Coelba	4,27%	1,56%
Cemig	0,33%	-1,87%
Light	3,59%	-0,83%
Celpe	0,18%	7,43%
Coelce	3,68%	6,14%

¹³ Definição da Notas e Procedimentos de Contabilidade, nº 14.

¹⁴ No caso das distribuidoras de energia as principais fontes de receitas, não relacionadas a venda de energia elétrica são as Receitas do Uso de Distribuição, as Receitas de Construção e a receita com Ativo Financeiro Indenizável. O primeiro se refere a utilização por terceiros dos postes e torres das empresas, o segundo é a renda referente a contrapartida das adições ao ativo intangível em formação de investimentos em expansão e melhorias da rede. Já o terceiro tipo de receita oriundo de processo regulatório.

¹⁵ Sobre as mudanças para as normas Contábeis Internacionais recomenda-se Coscodai, 2011.

O mesmo comportamento pôde ser verificado no caso das Receitas Operacionais Líquidas no ano de 2009. O que pode ser explicado pela queda dos custos operacionais e pelo aumento da venda de energia à classe residencial que possui a maior tarifa.

Tabela 4 - Razão entre Receita Operacional Líquida e Receita Operacional Bruta

Porcentagem da Receita Operacional Líquida sobre a Receita Operacional Bruta				
	2007	2008	2009	2010
Eletropaulo	63%	64%	64%	73%
CPFL Paulista	65%	65%	65%	17%
Coelba	68%	67%	68%	84%
Cemig	60%	61%	62%	64%
Light	61%	65%	61%	11%
Celpe	64%	65%	66%	71%
Coelce	70%	71%	72%	90%

A razão entre a Receita Operacional Líquida e Receita Operacional Bruta reflete o quanto há de custo operacional nas empresas, o quanto de receita operacional transforma-se em retorno para a empresa, sem contar as despesas financeiras, impostos e outros fatores.

Podemos verificar que, no período analisado, as empresas mantiveram estáveis os seus níveis de gastos operacionais, não há queda nem elevações bruscas, principalmente nos três primeiros anos analisados. As grandes variações em 2010 têm como explicação, mais uma vez, as mudanças de conceito da norma contábil.

2.4. EBITDA

O EBITDA é um dos principais indicadores financeiros utilizados por analistas de mercado; essa sigla, em inglês, significa Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization, isto é, Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, Lajida, em português¹⁶. Essa conta é importante para verificar o quanto a empresa consegue gerar de fluxo de caixa nos 12 meses anteriores e também consegue mensurar mais eficientemente o real desempenho, sem os efeitos financeiros e de impostos.

¹⁶ Para saber mais sobre o EBITDA ler o artigo de Vasconcelos, 2001.

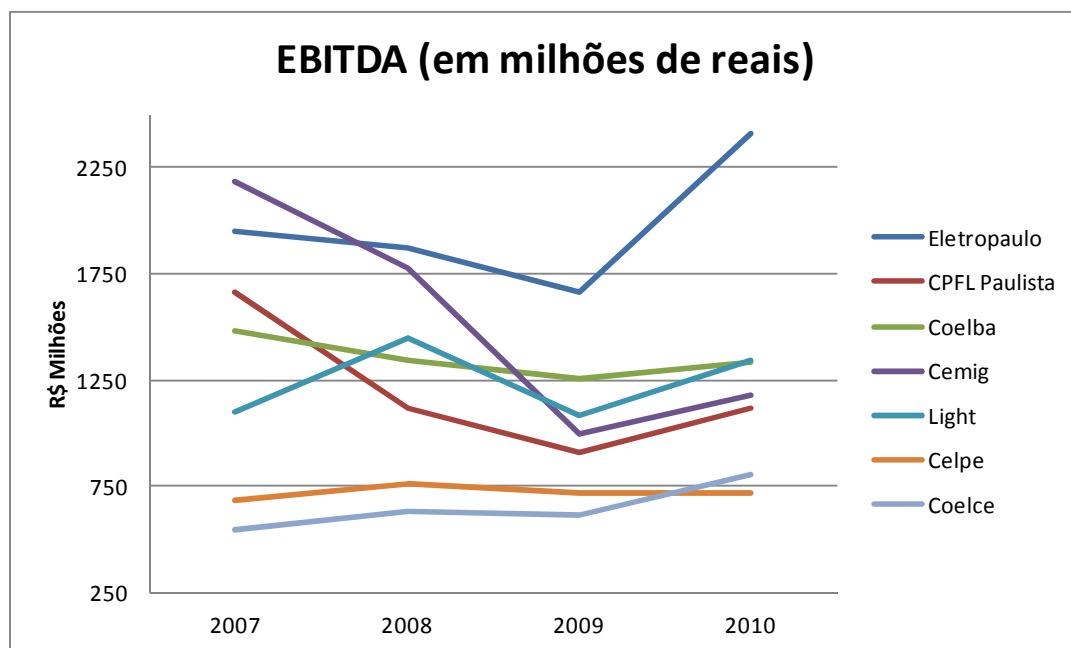
Tabela 5 - EBITDA (em milhões de reais)

EBITDA (em milhões de reais) - Valores				
	2007	2008	2009	2010
Eletropaulo	1948	1874	1666	2413
CPFL Paulista	1660	1116	908	1119
Coelba	1484	1345	1253	1338
Cemig	2184	1774	1001	1177
Light	1097	1537	1127	1340
Celpe	683	764	723	720
Coelce	542	630	613	807

A tendência de queda do EBITDA, que é a capacidade da empresa de gerar fluxo de caixa, pode ser percebida principalmente no ano de 2009, ano em que as companhias mais sofreram com os impactos da crise financeira mundial.

A variação do EBITDA de 2007 para 2008 apresentou comportamento diferente dependendo da empresa. Quatro das sete empresas apresentaram queda do valor: AES Eletropaulo, CPFL Paulista, Coelba e Cemig. Enquanto que, no período de 2008 a 2009, a queda do EBITDA é acentuada para todas as empresas. Para melhor visualização, verificar quadro abaixo:

Gráfico 5 - Variação do EBITDA ao longo do período estudado



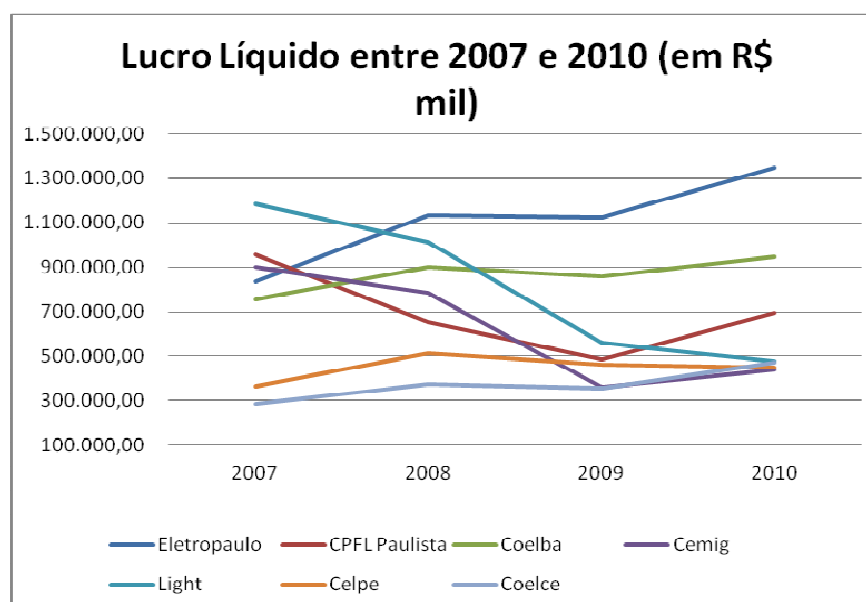
Em algumas empresas a queda foi menos acentuada, como nas do Nordeste, do que em outras, onde a variação negativa foi muito mais expressiva, como no caso da Light, que no ano anterior viu o seu EBITDA subir mais de 40% e, em 2009, cair 26,65%. A queda brusca também aconteceu para AES Eletropaulo (11,1%), CPFL Paulista (18,7%) e os incríveis 43,6% da Cemig. A crise, evidentemente, afetou o desempenho operacional de caixa das empresas de distribuição de energia, reduzindo seus lucros e investimentos.

O ano de 2010 apresentou melhora nos dados da Geração Operacional de Caixa, visto que apenas a Celpe apresentou uma queda de 0,45%. Conferimos também que a recuperação das empresas foi satisfatória, com aumento médio ponderado de 24% para as sete empresas analisadas.

2.5. Lucro Líquido

O lucro líquido, ou o resultado líquido, é de extrema importância para o acionista, porque é o valor da remuneração do capital investido, a rentabilidade do investimento realizado. Para a empresa é uma meta de alta prioridade que determina ou não a continuidade do negócio, exigindo-se uma rentabilidade mínima para os acionistas, o custo de oportunidade do investidor.

Gráfico 6 - Lucro Líquido em mil reais



O gráfico acima mostra a evolução do lucro líquido das empresas analisadas, os resultados são diferentes para cada ano. De acordo com os Relatórios de Administração das

companhias, os lucros líquidos não sofreram com a crise diretamente em 2008, a queda exibida por algumas empresas deve-se, principalmente, ao aumento do custo com energia elétrica. A CPFL Paulista, por exemplo, teve no ano de 2008, um aumento de R\$ 413 milhões em seus custos de compra de energia, 17% maior do que no ano anterior.

O segundo fator responsável pela queda do lucro líquido, de acordo com os relatórios disponibilizados pelas próprias empresas, foi a sobrecontratação de energia. Quando uma empresa ultrapassa os 103% de energia contratada, isto é, 3% a mais de energia do que realmente foi utilizada, ela não pode repassar para o seu consumidor esse ônus, o que gera uma despesa adicional para a companhia.

Verifica-se que, a preços ajustados, todas as empresas tiveram uma queda do lucro líquido em 2009 em relação a 2008. Mesmo com as diferentes magnitudes, que podem ser vistas no quadro abaixo, o fato pode ser explicado por dois fatores: o impacto da crise econômica e o processo de revisão tarifária.

O processo de revisão tarifária é realizado, em geral, a cada quatro ou cinco anos, conforme a empresa e os termos de contrato. Nele, a ANEEL repassa para os consumidores a eficiência que as empresas conseguiram gerar, através da diminuição das tarifas pagas pela energia elétrica¹⁷. Com isso a Geração Operacional de Caixa (o EBITDA) e o Lucro Líquido caem consideravelmente.

Tabela 6 - Variação percentual do lucro líquido entre os anos de 2008, 2009 e 2010

	Variação percentual do Lucro Líquido		
	Δ 2008	Δ 2009	Δ 2010
Eletropaulo	36,10%	-0,77%	19,69%
CPFL Paulista	-31,93%	-25,65%	43,48%
Coelba	18,84%	-4,77%	10,32%
Cemig	-13,17%	-54,30%	23,19%
Light	-14,24%	-44,82%	-15,08%
Celpe	41,34%	-10,46%	-2,81%
Coelce	30,60%	-5,29%	33,23%

¹⁷ Os processos de revisão tarifárias das empresas selecionadas começaram em 2007, para algumas, e em 2008, para outras, contudo só foi concluído e aplicado no ano de 2009, para as sete empresas. Para ver mais informações sobre o processo de revisão tarifária das empresas de energia elétrica acessar: http://www.aneel.gov.br/visualizar_texto.cfm?idtxt=1577

O impacto da crise internacional também interferiu na queda do lucro líquido, já que diminuiu o volume de energia vendida, enquanto que os investimentos já realizados projetavam um crescimento da demanda, isto é, os investimentos realizados anteriormente (compra de energia e expansão da rede de distribuição) foram maiores do que o realmente observado, acarretando diminuição das receitas e aumento dos custos.

Em 2010, ocorre uma recuperação do lucro líquido com altas taxas de crescimento, consequência da recuperação econômica do país. Apenas a Light obteve uma queda acentuada, porque ficou com o seu resultado financeiro muito negativo devido a sua dívida estar atrelada ao IPCA, que teve forte elevação neste ano.

Analisar outros índices pode ajudar na avaliação da rentabilidade das empresas. Pode-se, por exemplo, utilizar o Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido e a Margem Líquida, que medem a rentabilidade sobre o que foi investido e sobre o que foi gerado de receita, respectivamente.

2.6. *Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido*

O Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido mede quanto do Capital Próprio investido na companhia retornou como lucro, por exemplo, a cada R\$ 100,00 investidos na AES Eletropaulo, verificou-se um retorno de R\$ 36,06 de lucro no ano de 2010.

Tabela 7 - Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido

Índice de Reantabilidade do Patrimônio - Lucro Líquido/Patrimônio Líquido				
	2007	2008	2009	2010
Eletropaulo	21,5%	31,1%	32,4%	36,1%
CPFL Paulista	164,6%	118,7%	92,1%	86,0%
Coelba	43,2%	50,0%	45,5%	39,8%
Cemig	31,6%	28,6%	12,8%	18,6%
Light	40,1%	35,3%	20,7%	19,5%
Celpe	25,8%	35,6%	30,8%	28,9%
Coelce	28,8%	36,9%	32,2%	34,8%

Ao longo do período analisado o índice de rentabilidade mostrou uma tendência de queda para a maioria das empresas, especialmente de 2008 para 2009. Apenas a AES Eletropaulo viu esse índice subir nesse período. Ainda assim, é importante salientar que os índices de rentabilidade do setor estão muito altos e que o investidor recupera em poucos anos o Patrimônio Líquido investido. Ele também é importante para medir se o negócio está trazendo retorno de

caixa para a empresa e para o acionista. As empresas do setor elétrico, geralmente, têm um retorno muito alto, mas a queda verificada por esse índice sugere que a crise não eximiu esse setor da piora.

O ano de 2010 apresenta alguma melhora em relação ao ano anterior, a queda do índice verificada por quatro empresas neste ano foi relativamente baixa, se comparada à queda de 2009. Esses níveis mostram que a rentabilidade do setor sofreu o impacto da crise, apenas a empresa que atende a Grande São Paulo (AES Eletropaulo) apresentou melhores índices. Portanto, mesmo com a recuperação da economia brasileira em 2010, as empresas não recuperaram o mesmo nível de rentabilidade de antes da crise, alguns exemplos são enfáticos, como da CPFL Paulista (queda de 164,6% para 86,0%), da Light (de 40,1% para 19,5%) e da Cemig (a queda do índice de rentabilidade do patrimônio líquido de 13 pp.).

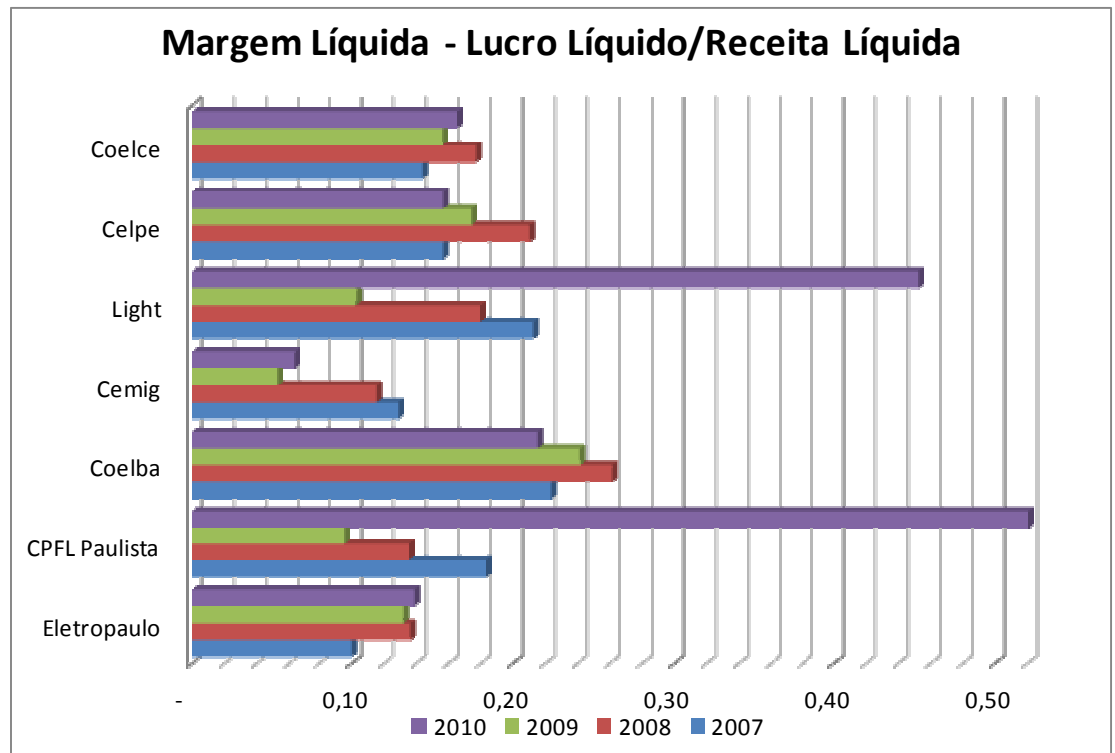
2.7. Margem Líquida

A margem líquida é a razão entre o lucro líquido de um período e a receita líquida da empresa neste mesmo período, por meio desse índice é possível mensurar a porcentagem da receita que representa lucro para a empresa e para o acionista. Esse índice é muito utilizado para verificar se a empresa, gerando caixa (EBITDA) consegue gerar lucro.

Algumas empresas apresentavam uma margem líquida bem alta em 2007, como a Coelba, que a cada um real de receita líquida gerada no neste ano, gerou um lucro líquido de R\$ 0,22. A Light e a CPFL Paulista também apresentaram bons números. Já a AES Eletropaulo e a Cemig depararam-se com uma baixa rentabilidade, enquanto no caso da primeira 10% da receita líquida transformaram-se em lucro líquido, para a segunda, Cemig, o índice foi de 13%.

De 2007 para 2008 quatro empresas obtiveram melhora nesse quesito, e outras três, quedas. As empresas que apresentaram elevação do lucro puderam perceber uma melhora no índice, já as três que tiveram queda no lucro líquido apresentaram também queda na margem líquida. O gráfico abaixo oferece informações acerca das margens líquidas do período analisado:

Gráfico 7 - Margem Líquida



Podemos verificar que para todas as empresas a margem de lucro líquida caiu de 2008 para 2009. Isto é um sinal da crise econômica afetando a rentabilidade das empresas, ou seja, mesmo gerando mais receita entre 2008 e 2009, o comportamento descendente do lucro líquido faz o índice baixar. No ano de 2009, houve uma queda do lucro líquido para todas as empresas e, o aumento da receita líquida para a maioria delas piora ainda mais o índice, visto que ele representa a razão entre lucro e receita líquidos. Esse impacto na rentabilidade das empresas as faz mudarem seus planos de investimento, gastos e outros fatores que elevem seus rendimentos.

O ano de 2010 foi melhor para as empresas de distribuição de energia em relação à margem líquida, apenas duas não apresentaram melhoras: a Celpe que obteve um lucro líquido menor e uma receita líquida maior e a Coelba, que mostrou um aumento da receita maior que o aumento do lucro líquido de mais de 10%. As outras empresas ficaram com a variação do lucro líquido maior que a da receita, mostrando uma recuperação da rentabilidade. O caso da Light é um pouco diferente já que a queda do lucro líquido foi menor que a queda da receita líquida, gerando um altíssimo índice de 0,45.

2.8. Investimentos

O investimento enfrenta uma questão temporal entre a tomada de decisão e a sua realização, fato que envolve a decisão de investir num emaranhado de riscos, especialmente sobre as perspectivas da demanda futura (Keynes, 1982, capítulo 4). No caso do setor elétrico, essa evidência é maior, já que os investimentos requerem vultoso desembolso e longa maturação.

Gráfico 8 - Investimento em mil reais

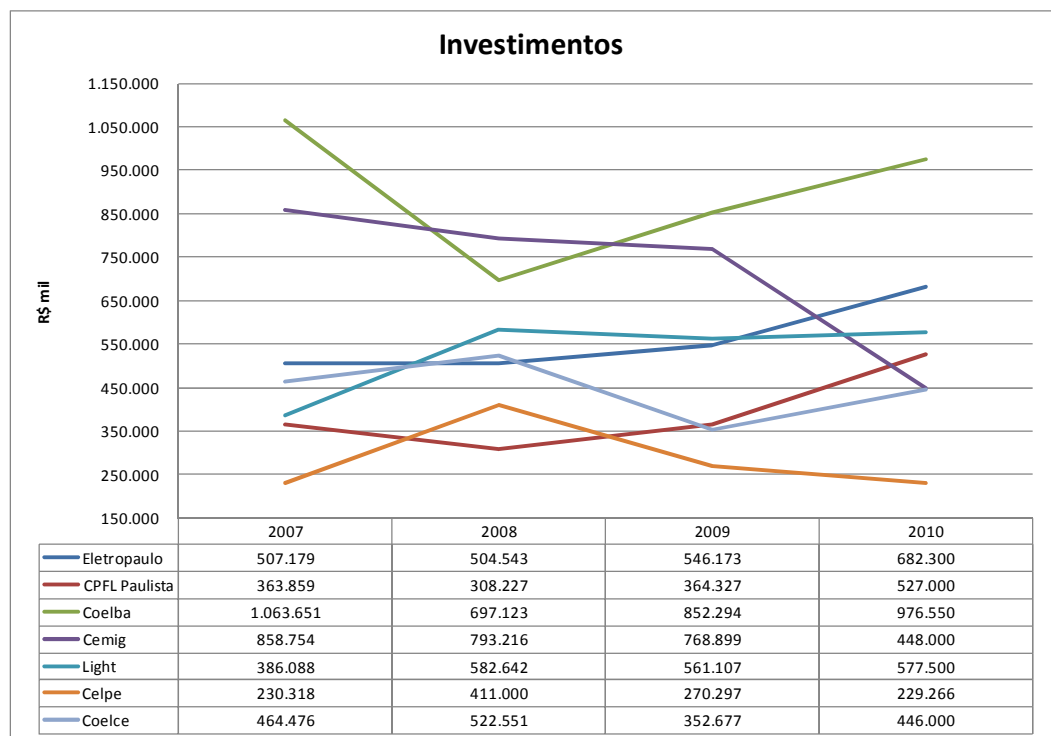


Tabela 8 - Total e média dos investimentos das sete empresas selecionadas

	Investimento (em R\$mil)			
	2007	2008	2009	2010
Total	3.874.324	3.819.302	3.715.773	3.886.616
Média	553.475	545.615	530.825	555.231

O investimento mostra-se o fator mais importante tanto para a empresa quanto para a sociedade, porque é através dele que se pode gerar qualidade no serviço prestado, maior segurança para a rede, além de renda e emprego. As despesas em manutenção na rede (que as empresas consideram como investimento) são essenciais para as companhias de energia, pois, afetam diretamente os índices de continuidade dos serviços prestados, como o índice de Duração Equivalente de Interrupção por Unidade Consumidora (DEC) e o índice de Frequência

Equivalente de Interrupção por unidade Consumidora (FEC), se ultrapassam os limites estabelecidos, as empresas incorrem em penalidades e revisões tarifárias¹⁸.

A tabela e o gráfico acima mostram a variação dos investimentos. A média de investimento dessas empresas não se alterou ao longo desses quatro anos. Podemos verificar, na tabela acima, que apenas uma empresa viu o seu patamar de investimentos cair muito ao longo do período, de um valor de 858,7 milhões de reais, em 2007, a Cemig passa para apenas 448,0 milhões em 2010.

A Coelba apresentou um número atípico em 2007, que em valores de 2010 superam o R\$ 1,06 bilhões em investimentos no ano de referência. Isto se deve, segundo a empresa, a recursos próprios e a um grande repasse do BNDES, que superou os 159 milhões de reais. Outra grande variação no período foi o aumento de 78,4% no investimento da Celpe, em 2008. A diferença de mais de 180 milhões de reais é explicada por desembolsos para investimento do BNDES e de um banco de desenvolvimento regional do Nordeste. A seguir, apresenta-se um quadro com as variações anuais dos investimentos nos anos de crise econômica, de 2008, 2009 e 2010.

Tabela 9 - Variação percentual dos investimentos entre os anos de 2008, 2009 e 2010

	Variação do Investimento		
	Δ 2008	Δ 2009	Δ 2010
Eletropaulo	-0,5%	8,3%	24,9%
CPFL Paulista	-15,3%	18,2%	44,7%
Coelba	-34,5%	22,3%	14,6%
Cemig	-7,6%	-3,1%	-41,7%
Light	50,9%	-3,7%	2,9%
Celpe	78,4%	-34,2%	-15,2%
Coelce	12,5%	-32,5%	26,5%

Em termos reais, a grande maioria das empresas diminuiu os investimentos no ano de 2009, tentando acompanhar as variações na demanda e o aumento dos custos. Das três companhias que obtiveram aumento no investimento, apenas a AES Eletropaulo utilizou grande soma de recursos próprios, já a Coelba e a CPFL Paulista utilizaram recursos do BNDES e FINEP. A CPFL Paulista, por exemplo, celebrou uma captação de mais de 502 milhões de reais

¹⁸ Para saber mais sobre DEC e FEC visitar página da internet da Aneel: <http://www.aneel.gov.br/area.cfm?idArea=79&idPerfil=2>

com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, em 2008, que foram utilizados para investimentos em 2009, ano que também teve outra captação com a instituição de fomento federal de mais de 92 milhões de reais.

Em 2010 pode-se perceber uma melhora, em termos reais, do total investido pelas sete empresas. Foram mais de 3.886,6 mil reais de investimentos. O que pode ser um reflexo da melhora no mercado de crédito e da perspectiva de aumento da demanda atual e futura, que exige mais investimento.

2.9. *Dívida Líquida*

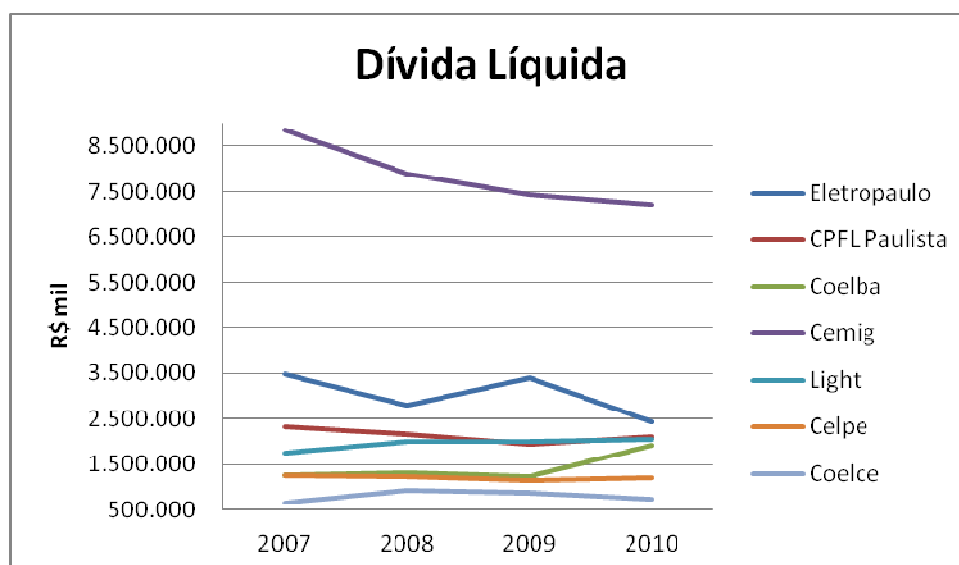
Depois de estudar os impactos operacionais agora podemos estudar os impactos financeiros da crise sobre as empresas de distribuição de energia elétrica, em especial, sobre o endividamento, os empréstimos e financiamentos e a contribuição do Estado no auxílio e recuperação. Já verificamos que alguns desses fatores sofreram com as consequências financeiras do estouro da bolha imobiliária dos Estados Unidos, como a venda de energia, a receita, o lucro e a rentabilidade.

A dívida líquida das empresas exprime a “soma de todas as obrigações financeiras de uma empresa (empréstimos, debêntures, títulos de renda fixa, etc.), sejam elas de curto ou longo prazo. Deste montante devem ser deduzidas as disponibilidades da empresa, ou seja, a soma dos instrumentos que podem ser considerados como papel moeda”¹⁹.

Por meio do gráfico abaixo podemos verificar a tendência de queda no período analisado. Cinco das sete empresas apresentaram queda de endividamento ao longo dos quatro anos. A tendência de queda pode ser explicada pelo aumento dos custos, dadas as maiores taxas de financiamento, e a maior incerteza com relação ao comportamento do mercado. As empresas, então, diminuem suas dívidas para não se arriscarem com possíveis pioras do quadro econômico. As empresas conseguiram diminuir suas dívidas com a amortização empreendida através de recursos próprios.

¹⁹ Definição extraída do sítio da Intellect Gerenciamento Financeiro:
http://www.igf.com.br/aprende/glossario/glo_Resp.aspx?id=1136

Gráfico 9 - Dívida Líquida em mil reais



Outra explicação passa pela *preferência pela liquidez*²⁰. Os agentes econômicos, durante a crise, principalmente os bancos, optaram pelo conservadorismo, a aversão ao risco fez com que a economia passasse por uma fase de contração do crédito (Freitas, 2009) que, por consequência, ficou mais caro.

A AES Eletropaulo reduziu sua dívida líquida em 2008 frente à nova conjuntura econômica (-19,2%), mas, para saldar dívidas antigas, teve de elevá-las novamente em 2009. Em 2010, mesmo com a captação de debêntures, a empresa apresentou um crescimento de 28,6% no endividamento, já que utilizou os recursos das debêntures para honrar outros compromissos.

Tabela 10 - Variação percentual da dívida líquida entre os anos de 2008, 2009 e 2010

	Variação percentual da Dívida Líquida		
	Δ 2008	Δ 2009	Δ 2010
Eletropaulo	-19,2%	21,3%	-28,6%
CPFL Paulista	-7,1%	-10,8%	8,3%
Coelba	4,7%	-6,5%	54,7%
Cemig	-11,0%	-5,8%	-2,7%
Light	14,1%	1,2%	1,7%
Celpe	-2,1%	-5,2%	2,9%
Coelce	44,3%	-5,2%	-16,6%

²⁰ Conceito keynesiano de que os agentes em momentos de incerteza em relação a eventos futuros preferem ativos que tenham maior liquidez, isto é, aqueles que conseguem reverter em moeda mais facilmente, sem perda de valor (Keynes, 1986).

Além da AES Eletropaulo, a Light obteve aumento da dívida líquida. No ano de 2009 emitiu debêntures e obteve um financiamento do BNDES de mais de meio bilhão de reais. Nesse fato podemos perceber a ação do Estado para auxiliar as empresas de distribuição de energia, garantindo que as dívidas líquidas permanecessem em patamares consistentes com a rentabilidade e uma boa alavancagem.

Em 2010, enquanto a maioria das empresas apresenta modesta elevação do endividamento, algumas apresentam redução. A Coelba, que entre as captações feitas, 538 milhões tinham participação de órgãos controlados pelo governo, apresentou crescimento de 54,7% em suas dívidas, destoando das demais distribuidoras. Vale ressaltar que os números referentes à dívida líquida devem levar em conta o caixa das empresas, que mostraram uma tendência de queda, o que provoca um efeito contrário à diminuição da dívida líquida.

2.10. Dívida Líquida/Patrimônio Líquido

Este é um importante indicador da capacidade de pagamento de dívidas das empresas. Reflete o quanto do capital da empresa está comprometido por dívidas, ou seja, quanto o endividamento representa frente ao capital próprio. Esta razão também é utilizada para bancos e agências de classificação para analisar a liquidez das empresas.

Quanto maior for esse indicador, mais alavancada a empresa está. Com o aumento da alavancagem, os ganhos, frente a cada unidade de capital, são maiores, mas, as perdas também. Ou seja, a alavancagem dá outra dimensão ao resultado, independente dele ser positivo ou negativo (Shinohara, 2002 e Ross, et al., 1995).

Tabela 11 - Razão entre dívida líquida e patrimônio líquido

	Dívida Líquida/Patrimônio Líquido			
	2007	2008	2009	2010
Eletropaulo	89%	77%	98%	65%
CPFL Paulista	402%	396%	369%	260%
Coelba	72%	73%	66%	80%
Cemig	310%	288%	265%	304%
Light	69%	65%	71%	84%
Celpe	89%	85%	78%	77%
Coelce	65%	92%	80%	54%

Em 2007, duas empresas apresentam índice de alavancagem elevado, ou seja, alta relação entre dívida líquida e o patrimônio líquido, a Cemig e a CPFL Paulista. Como o lucro foi

positivo nesse ano, o retorno do capital próprio foi ampliado pela utilização de capital de terceiros, em outras palavras, o ganho foi maior do que se as empresas tivessem utilizado apenas capital próprio. Em 2008, há tendência de queda no índice. Das sete empresas, cinco mostraram índices mais baixos. A Coelba, por sua vez, apresentou um crescimento de um ponto percentual, enquanto a Coelce, uma variação de 65% para 92%, o que reflete elevado endividamento da empresa naquele ano.

Com a incerteza que ronda o mercado em épocas de crise, as empresas tendem a ficar menos expostas e menos alavancadas, devido a retração de crédito por parte das instituições financeiras, o que ocasiona aumento no custo de captação (Orestes da Silva et al., 2010).

A mesma tendência prossegue ao longo do ano de 2009, onde a maioria das empresas obteve uma queda no índice, sobretudo, a partir de uma diminuição da dívida líquida. O patrimônio líquido das empresas não varia de forma relevante ao longo dos anos analisados. Com isso, fica claro que a redução do índice deveu-se à diminuição de dívidas e não a variações do patrimônio líquido.

Ainda segundo Orestes da Silva et al., a participação do BNDES, com os seus seguidos desembolsos, atenuou os impactos da crise entre as diferentes empresas, oferecendo liquidez a um mercado com empoçamento dela.

Nos tópicos seguintes, serão discutidos os empréstimos e financiamentos e captações das empresas de distribuição de energia. O intuito é mostrar a participação do BNDES e de outras instituições governamentais na salvaguarda do setor elétrico durante a crise.

2.11. Empréstimos e Financiamentos

No decorrer dos últimos anos, as somatórias dos empréstimos e financiamentos não apresentam grandes alterações para as sete empresas estudadas. Não se vê um padrão de comportamento para o setor, na tomada de empréstimos e financiamentos, que são utilizados para novos investimentos, para a manutenção da rede elétrica e para a rolagem da dívida.

Tabela 12 - Total de Empréstimos e Financiamentos

Empréstimos e Financiamentos (em R\$ mil)				
	2007	2008	2009	2010
Eletropaulo	2.313.329	2.259.094	2.668.716	2.743.338
CPFL Paulista	3.354.377	2.293.000	1.935.991	2.094.332
Coelba	2.018.871	1.771.282	1.555.526	2.082.078
Cemig	3.219.838	3.007.889	2.771.023	3.046.995
Light	2.270.114	1.346.759	1.301.768	1.301.408
Celpe	1.289.098	1.282.880	1.208.706	657.933
Coelce	657.313	930.371	672.875	579.507
Total	15.122.941	12.891.275	12.114.605	12.505.591

No ano de 2008, pode-ser ver, pelo gráfico abaixo, qual a estratégia adotada pelo setor, em geral. Enquanto a CPFL Paulista apresentou empréstimos e financiamentos 31,6% menor do que no ano anterior, a Light sofre uma queda ainda maior, 40,7%. Já a Coelce, no mesmo período, registrou uma alta de 41,5%.

Das sete empresas analisadas, seis diminuíram o total de empréstimos e financiamentos, em diferentes magnitudes, e a única que apresentou elevação foi a Coelce. Ainda assim, é importante apontar uma característica do setor: a grande quantidade de empréstimos e financiamentos, somada às dívidas bilionárias de algumas empresas, é uma condição inerente ao setor, o que se deve ao fato de conseguir recursos com facilidade no mercado.

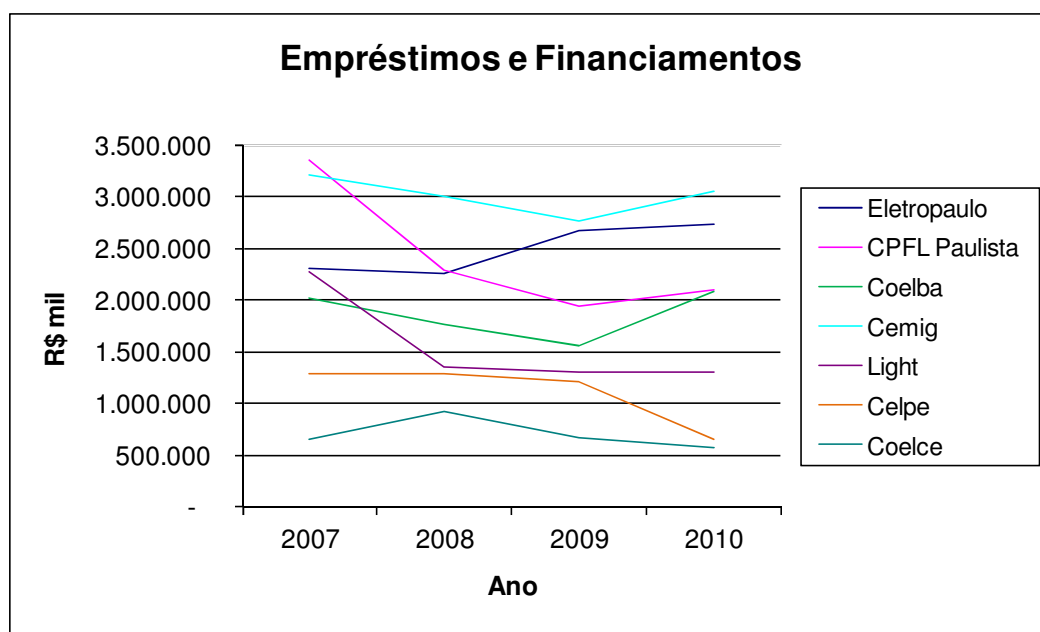
Além do mais, por ser uma área de baixo risco, dada a baixa elasticidade-preço da demanda, ou seja, uma variação no preço implica em uma variação menos do que proporcional na demanda, já que a energia é um “produto” insubstituível, que não encontra similar no mercado. O consumo de energia elétrica não é afetado por qualquer variação macroeconômica, isso só ocorre quando uma crise de maiores proporções atinge o nível de atividade das empresas, como no caso da crise imobiliária de 2008. Essas peculiaridades, somadas ao temor do corte por inadimplência - a interrupção do fornecimento de energia pela falta de pagamento -, permitem que as receitas das empresas de distribuição de energia elétrica tornem-se, em certa medida, garantidas.

Por isso as instituições financeiras não têm receio de emprestar e financiar esse setor, é um negócio muito seguro. Logo, não há muitas barreiras ao financiamento, apesar da maturação dos investimentos ser de longo prazo, as condições oferecidas envolvem baixos custos, em relação ao mercado. Outro fato relevante é que as empresas de distribuição de energia conseguem

facilmente captar dinheiro no mercado através de títulos privados, como debêntures²¹, notas promissórias²² e *bonds*²³. Esses instrumentos financeiros são títulos de dívidas, geralmente mais baratos e de longo prazo, que servem para prolongar a dívida das empresas e reduzir seus custos de capital.

Por não terem o poder de prever a mudança nas variáveis econômicas, as empresas não aproveitaram as condições oferecidas pelo mercado antes do estouro da bolha especulativa. Havia facilidades resultantes do aquecimento da atividade econômica, com alta liquidez e taxas de juros decrescentes. As empresas, assim como qualquer agente econômico, baseavam-se na análise histórica de curto prazo, que não oferecia memória de crises, e, portanto, foram surpreendidas com a mudança de conjuntura.

Gráfico 10 - Total de empréstimos e financiamentos



As captações do período serão analisadas em outra seção deste capítulo, por ora, será explorada a trajetória dos empréstimos e financiamentos dessas empresas nos anos subseqüentes

²¹ Para saber mais sobre debêntures ler Santos, DJS. Debêntures: Um instrumento moderno de aplicação e captações de recursos, Revista do BNDES, 2006, número 3.

²² Informações adicionais sobre Notas Promissórias e suas características no Decreto 2.044, de 31 de dezembro de 1908, da Lei Uniforme de Genebra, que perdura até hoje.

²³ Mais informações a respeito dos títulos de dívidas denominados bonds ler Pimentel, R. C. Emissão de Eurobonds e a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras, USP, 2011.

a 2008. Conforme se pode verificar no gráfico acima, em 2009, há uma queda dos financiamentos e empréstimos das empresas. Apenas a AES Eletropaulo apresenta crescimento de 18,13%. Isto pode ser explicado pela redução das captações e pelas amortizações das dívidas das companhias no período.

O ano de 2009 sofreu os maiores impactos da crise do ano anterior, a preferência pela liquidez tomou grandes proporções, os agentes não queriam abrir mão do dinheiro - a forma mais líquida e segura de manutenção de riqueza numa situação de crise - com medo de defaults e calotes. O investimento nas empresas é reduzido, dado o receio de não oferecer o retorno do capital requerido, causando paralisação das linhas de crédito e recessão econômica.

Nesse contexto a intervenção do Estado, como Big Government²⁴ e Big Bank²⁵ (Nozaki, 2011) é fundamental. O governo se viu obrigado a intervir na economia para não deixá-la cair em profunda recessão, salvar as instituições financeiras e ofertar a liquidez que o setor de crédito privado não estava disposto a oferecer ao mercado. No Brasil não foi diferente, o Governo aumentou os seus gastos, criou políticas de investimentos e incentivos fiscais e através das suas instituições financeiras aumentou o crédito e ofereceu liquidez ao mercado.

A situação para 2010 mudou em relação a 2009, a melhora nos índices econômicos e de demanda interna no Brasil provocou a retomada do investimento e conseqüentemente aumento da demanda por energia elétrica. A facilidade no crédito, também se fez presente neste período, os empréstimos e financiamentos aumentaram, no ano de 2010. Na média ponderada das sete empresas o aumento do endividamento foi de 7%, contra uma queda de 4,3%, em 2009.

Os níveis de endividamento dessas empresas voltaram e até superaram os patamares anteriores à crise. Como pode ser visto no gráfico de empréstimos e financiamentos, algumas empresas tiveram aumento de mais de 5%, em relação a 2009, como a CPFL Paulista e a Cemig. A Coelba apresentou o maior aumento no período, 33,85%. Ainda assim duas empresas

²⁴ Big Government significa a utilização do déficit público para recuperar a economia durante uma depressão. O termo, de autoria de Minsky, diz que o déficit empenhado pelo governo mantém ou eleva os lucros, garantindo o emprego e a atividade econômica nos mesmos níveis ou em níveis maiores, dependendo da dimensão do déficit. (Minsky, 1986, pp. 296-297).

²⁵ A idéia de Big Bank, também é um termo criado por Minsky, e se refere ao Banco Central (BC), como emprestador de última instância, que precisa assegurar a oferta de liquidez contra uma corrida aos bancos. Os bancos centrais interferem na estrutura financeira por meio das taxas de redescontos e nas regras do mercado. O BC deve sinalizar qual a trajetória de ações que vai seguir e também impor limites as suas instituições (Minsky, 1986, pp. 322-328).

apresentaram diminuição no total de empréstimos e financiamentos, a Coelce e a Celpe, que sofreram uma redução de 45,57% e 13,9%, respectivamente.

Chega-se a conclusão de que, nos anos estudados, os endividamentos e financiamentos das distribuidoras decresceram consideravelmente, principalmente entre os anos de 2007 e 2008. Esse comportamento é reflexo de indefinições do mercado e do aumento dos custos com financiamentos decorridos da crise financeira do *subprime*, o que comprova que a crise afetou em termos financeiros as empresas do setor.

2.12. Participação de Instituições de Financiamento Públicas nos Empréstimos e Financiamentos

Nesta seção iremos estudar a participação dos órgãos públicos federais estudados no primeiro capítulo, BNDES, Eletrobrás e FINEP. A tabela abaixo mostra o montante de empréstimos e financiamentos devidos às essas instituições no dia 31 de dezembro de cada ano estudado.

Tabela 13 - Dívida das empresas de distribuição de energia elétrica com BNDES, Eletrobrás e FINEP

Dívida das empresas com instituições de financiamentos públicas (BNDES, Eletrobrás e FINEP)				
	2007	2008	2009	2010
Eletropaulo	24.342	9.851	584	3.393
CPFL Paulista	548.203	409.753	441.907	516.894
Coelba	743.853	527.725	466.892	539.898
Cemig	401.782	408.570	374.289	373.365
Light	353.913	508.494	587.468	701.085
Celpe	345.466	341.497	270.410	479.771
Coelce	113.953	483.836	356.321	342.279
Total	2.531.512	2.689.727	2.497.872	2.956.685

Vale ressaltar, e assim explicar, os números da AES Eletropaulo, que em 1998 realizou acordo de empréstimo com o BNDES, de mais de 1,2 bilhões de dólares americanos. A empresa americana, acionista majoritária da Companhia, não sanou as suas dívidas com o BNDES. A empresa reconheceu a dívida e entrou em processo de default, enfrentando sanções, não podendo mais realizar empréstimos com o próprio banco²⁶.

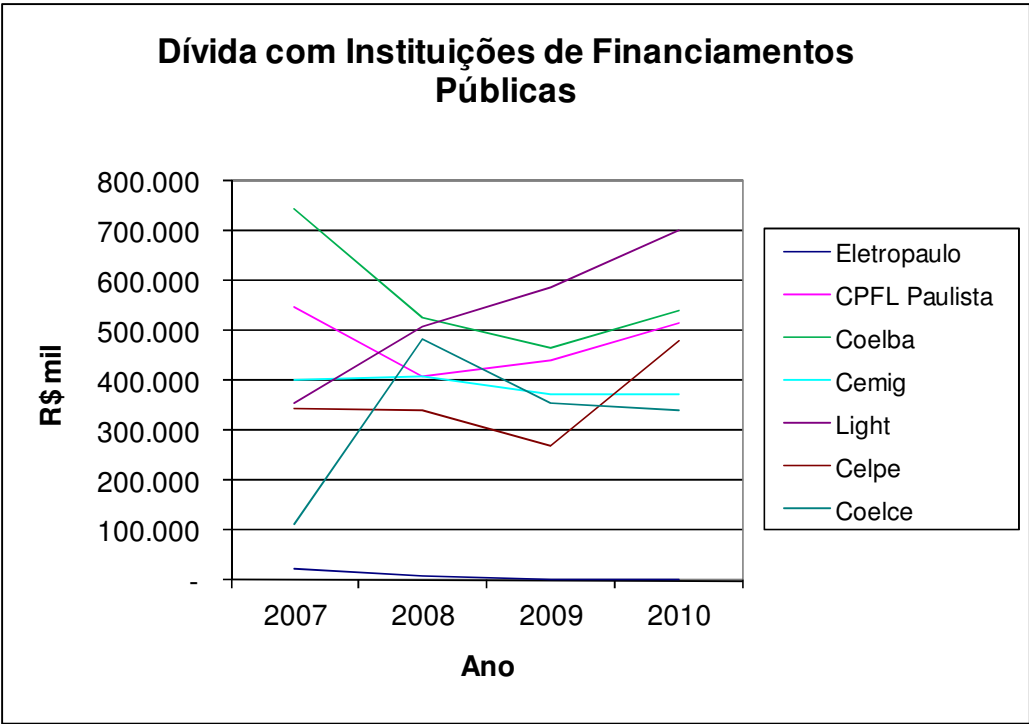
²⁶ Para mais informações sobre o processo ler: http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2006/rordinario/inqueritos/06_28_04-04.asp

Em dezembro de 2003, a negociação foi finalizada, com o BNDES tornando-se sócio da americana AES. O BNDES ficou com 49,9% das ações ordinárias e 100% das ações preferenciais da Brasileira, holding que controla a empresa de distribuição de energia paulista. Ainda assim a empresa não pôde contar com créditos das empresas do governo e com a principal instituição de financiamento do país.

Os números refletem uma tendência de queda nos números absolutos dos financiamentos das empresas estatais para as distribuidoras. De 2007 para 2008, as empresas AES Eletropaulo, CPFL Paulista, Coelba e Celpe tiveram uma diminuição, enquanto Light teve um aumento 43,7% e a Coelce de 324,6% da posição do final de 2008 comparado com 2007. Isso contribuiu para o valor total de empréstimos e financiamentos para essas sete empresas ter aumentado para R\$ 2.689,7 mil reais (variação positiva de 6,25%).

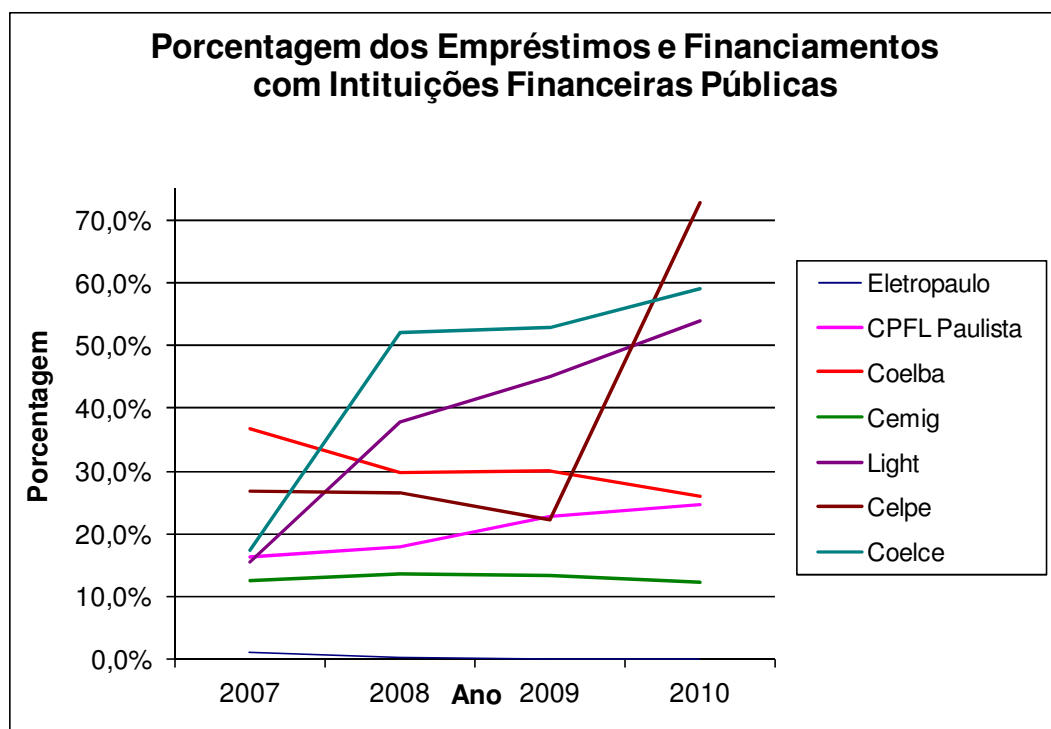
A seguir apresentamos o gráfico que mostra a evolução das dívidas com as instituições de financiamento públicas de alcance nacional. Nele podemos verificar a tendência de diminuição da dívida com BNDES, Eletrobrás e FINEP para a maioria das empresas, em 2009. Exceto a Light e a CPFL Paulista, que aumentaram em 15,5% e 7,8%, respectivamente, graças a novos desembolsos do BNDES.

Gráfico 11 - Dívida das empresas de distribuição de energia elétrica com BNDES, Eletrobrás e FINEP



Em 2010, a soma dos empréstimos e financiamento para instituições financiadoras públicas foi para R\$ 2.956,7 mil reais, um aumento de 18,37% em relação ao ano anterior. Das sete empresas analisadas cinco tiveram grande crescimento porcentual da sua dívida com BNDES, Eletrobrás e FINEP, enquanto as outras duas empresas que tiveram queda revelaram baixa variação. Em valores totais, a CPFL Paulista, a Coelba e Cemig diminuíram a sua dívida com esses órgãos em comparação do início e final do período analisado. Já Light, Celpe e Coelce registram aumento da dívida em valores totais, além destes é importante verificar a participação dessa dívida em relação ao total de empréstimos e financiamentos, que como foi visto anteriormente, teve clara tendência de queda no período.

Gráfico 12 - Porcentagem dos Empréstimos e Financiamentos com BNDES, Eletrobrás e FINEP



Podemos analisar que as empresas que obtiveram aumento da dívida também aumentaram a porcentagem da sua dívida com as empresas estatais no total dos seus empréstimos e financiamentos. A Light, por exemplo, elevou a participação de 15,6% para 53,9%, isto é, a participação de BNDES, Eletrobrás e FINEP no total de dívida da Light subiu de 15,6%, em 2007, para 53,9%, em 2010.

A CPFL Paulista, que apresentou uma queda no total dos empréstimos e financiamento das instituições públicas, apresentou na participação deste no total um crescimento contínuo, passando de 16,3% para 24,7%. Portanto mesmo com a queda dos empréstimos dos organismos públicos, esta ganhou importância para a companhia, representando quase um quarto da dívida total.

Outra companhia que mostramos diminuição do total de empréstimos e financiamentos de instituições públicas foi a Cemig, mas podemos ver que a participação aumentou em 2008 e 2009, e voltou para patamares iguais aos do início do período analisado. Logo a participação do governo na Cemig teve um aumento e apenas em 2010 caiu, mas nos anos mais críticos da crise (2008 e 2009) contou com um aumento dos desembolsos do BNDES, Eletrobrás e FINEP.

Tabela 14 - - Porcentagem dos Empréstimos e Financiamentos com BNDES, Eletrobrás e FINEP

Porcentagem da Dívida com Instituições Financeiras Públicas				
	2007	2008	2009	2010
Eletropaulo	1,1%	0,4%	0,0%	0,1%
CPFL Paulista	16,3%	17,9%	22,8%	24,7%
Coelba	36,8%	29,8%	30,0%	25,9%
Cemig	12,5%	13,6%	13,5%	12,3%
Light	15,6%	37,8%	45,1%	53,9%
Celpe	26,8%	26,6%	22,4%	72,9%
Coelce	17,3%	52,0%	53,0%	59,1%

Apenas a Coelba apresentou uma diminuição significativa na participação das Instituições Financeiras Públicas nos seus empréstimos e financiamentos, uma queda de 10,9 pontos percentuais. Mesmo assim a companhia da Bahia foi uma das que mais realizaram captações com empresas controladas pelo governo, como veremos na seção seguinte.

Ao analisar esses dados, conclui-se que a participação do governo nos empréstimos e financiamentos das empresas de distribuição de energia aumentou no período analisado, principalmente em termos percentuais. Algumas empresas apresentaram queda no total de endividamento, contudo a participação relativa do Estado nesta dívida aumentou para a maioria das empresas. Comprovando o papel do governo, através de suas instituições, de auxílio as empresas distribuidoras de energia elétrica.

2.13. Captações Totais

Considera-se captações o valor do contrato entre a empresa e o financiador, não há, necessariamente, a liberação do valor integral do dinheiro no ano. Esses dados não foram deflacionados. O ano de 2007 apresentou o de maior número de captações dos quatro anos estudados, o total, para as sete empresas, foi de mais 5,2 bilhões de reais. Este resultado é esperado, pois neste ano a economia estava aquecida, os empréstimos possuíam taxas de juros menores, possibilitando que as empresas rolassem ou aumentassem os seus endividamentos.

Tabela 15 - Captações Totais das distribuidoras em mil reais

	Captações Totais (em R\$ mil)			
	2007	2008	2009	2010
Eletropaulo	800.000	0	600.000	800.000
CPFL Paulista	516.543	502.533	442.183	487.843
Coelba	513.020	92.544	75.051	768.000
Cemig	1.158.874	176.473	118.622	665.591
Light	1.972.000	0	810.871	80.000
Celpe	122.900	168.500	132.470	122.956
Coelce	131.101	450.845	372.813	186.816
Total	5.214.438	1.390.895	2.552.010	3.111.206

Como foi citado em outras sessões, verifica-se uma diminuição mais acentuada nas captações no decorrer do ano de 2008. No total foram captados 1,4 bilhões de reais, uma diferença de mais de 3,8 bilhões em relação a 2007; a explicação para tal queda passa pela mudança do ambiente econômico, de aumento das taxas de juros e diminuição do crédito. Os exemplos mais enfáticos são a AES Eletropaulo e a Light, que no ano de 2008 não celebraram nenhum contrato de empréstimo e financiamento.

Apesar da diminuição verificada nos estoques das dívidas em 2009, as captações neste ano aumentaram, totalizando mais de 2,5 bilhões de reais para as sete empresas selecionadas. A maior captação foi da Light, com 510,9 milhões, apenas com o BNDES e mais 300 milhões de reais com debêntures. De acordo com as notas explicativas e os relatórios de administrações das empresas, a retomada das captações ocorreu para refinaranciar às dívidas das empresas que venceriam no ano de 2009 - prova disso é *duration* da dívida das empresas, ou seja, o tempo médio de prazo pagamento da dívida, que se elevou no ano de 2009.

Em 2010, a principal captação do período foi a emissão de debêntures da AES Eletropaulo no valor de 800 milhões de reais. Outra captação importante no período foi realizada

pela Coelba, que lançou títulos externos, no valor de 150 milhões de reais, a primeira captação no exterior desde 2006, das sete empresas.

Tabela 16 - Captações das distribuidoras por modalidade

Captações por modalidade (em R\$ mil)				
	2007	2008	2009	2010
Debêntures e Notas Promissórias	2.553.920	245.000	895.000	880.000
BNDES	837.643	678.457	685.337	569.518
Eletrobras	158.667	76.473	155.779	209.125
Bancos	1.099.101	37.000	631.000	248.000
Bancos Controlados pelo Estado	564.900	353.965	159.641	1.196.945
FINEP	207	0	25.253	7.618
Total	5.214.438	1.390.895	2.552.010	3.111.206

Agora estudaremos a participação do Estado nas captações. A tabela acima mostra as captações por modalidades. A segregação escolhida visa medir a real participação do governo e das instituições estudadas no capítulo 1 no processo de financiamento das empresas de distribuição nos últimos anos.

As Debêntures e Notas Promissórias são os principais títulos de dívidas emitidos pelas empresas de grande porte no mercado financeiro. No caso das empresas estudadas nesse trabalho elas emitem mais debêntures do que notas promissórias, que correspondem a apenas 14,54% do total desta categoria. Foram emitidas apenas três notas promissórias nesse período, duas da Coelce no valor de 245 milhões de reais cada e uma da CPFL Paulista, em 2009, no valor de R\$ 150 milhões.

As empresas optam pelas debêntures por elas possuem um custo de indexação mais barato, prazo maior de amortização, alcance de um número maior de grandes investidores e, na maioria das vezes, a empresa consegue estabelecer os critérios e condições do contrato de acordo com as suas prioridades.

As notas promissórias são de caráter de curto prazo. As empresas de distribuição de energia, que por lei são obrigadas a ser sociedades anônimas, podem as emitir pelo prazo de 360 dias. Por tanto não se encaixa como financiamento de longo prazo, são para eventuais necessidades de caixa.

Também segregamos os bancos em duas modalidades, os que são controlados pelo governo foram avaliados em outra categoria para melhor verificar a real participação do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal e do Banco do Nordeste do Brasil (BNB) nas captações do período. Esses bancos por serem controlados pelo Estado, apesar de os dois primeiros serem bancos comerciais e possuírem administração voltada para o lucro e resultados, eles são utilizados como forma de atuação do Estado. O Banco do Brasil, por exemplo, foi utilizado na política de combate a crise. Com a incerteza dos agentes sobre a economia e a *preferência pela liquidez* dos bancos comerciais, os empréstimos estavam escassos e o governo decidiu utilizar o Banco do Brasil como agente de liquidez do mercado, realizando empréstimos para todos os níveis econômicos.

Também foram apresentados os números referentes às instituições governamentais de alcance nacional que geram financiamento para as empresas de distribuição de energia através de projetos de investimento em aumento da capacidade, de manutenção e de pesquisa e desenvolvimento. Podemos verificar na tabela acima que os financiamentos atendidos pela FINEP ao longo do período estudado não são tão essenciais para as empresas.

Os financiamentos cedidos pela instituição que apóia a pesquisa e desenvolvimento foram para a Cemig, Celpe e Coelba, para financiar projetos de Inovação. A Celpe é a principal empresa que realizou captações com a FINEP, com uma captação em 2009 de R\$ 20,2 milhões e outra em 2010 de R\$ 7, milhões. A FINEP tem uma participação muito pequena não chegando nem a 1% do total de financiamentos e empréstimos captados no decorrer desses quatro anos.

Na tabela abaixo podemos ver a participação de cada modalidade no total de captações das empresas estudadas para os anos estudados:

Tabela 17 - Porcentagem do total de Captações por modalidade

Porcentagem do total de Captações por modalidade				
	2007	2008	2009	2010
Debêntures e Notas Promissórias	48,98%	17,61%	35,07%	28,28%
BNDES	16,06%	48,78%	26,85%	18,31%
Eletrobras	3,04%	5,50%	6,10%	6,72%
Bancos	21,08%	2,66%	24,73%	7,97%
Bancos Controlados pelo Estado	10,83%	25,45%	6,26%	38,47%
FINEP	0,00%	0,00%	0,99%	0,24%

Neste quadro encontra-se a principal evidência de que a participação do governo realmente cresceu no financiamento das empresas depois da crise. No ano de 2007 o principal meio de captação das empresas de distribuição de energia foram as Debêntures e Notas Promissórias com quase 50% das captações. Isto é explicado pela facilidade em tomar crédito barato e pela abundância de liquidez do mercado, não existindo a necessidade do governo dar liquidez, uma vez que o mercado conseguia atender as expectativas das empresas de distribuição de energia. O mercado financeiro privado estava forte, prova disso foram os bancos comerciais, os segundos que mais celebram captação com as empresas de distribuição de energia, com um pouco mais de 21% de participação nas captações totais do ano de 2007.

O ano de 2008 mostra uma sensível diferença neste quadro, acompanhando a mudança de decréscimo dos empréstimos e financiamentos, as captações também diminuíram e a principal modalidade de captação foi a de operações com o BNDES, atingindo 48,78% do total. O total cedido pelo Banco de Desenvolvimento Nacional Econômico e Social também cedeu, contudo a proporção deste no total aumentou consideravelmente, as empresas com dificuldades de captar no mercado buscaram a instituição governamental para ajudá-los, contribuindo para a esse aumento.

Outra alteração que prova o aumento da participação do governo nas novas dívidas das empresas é a participação dos bancos controlados pelo estado no total de captações do período. A porcentagem que foi de 10,83%, em 2007, passou para 25,45% no ano seguinte, o governo liberou mais capital através dos seus bancos comerciais para as empresas de distribuição de energia, principalmente através do BNB.

O Banco do Nordeste do Brasil concedeu financiamentos para a Coelba, Cemig e Celpe, totalizando 327 milhões de reais cedidos para essas empresas em 2008, contra apenas 123 milhões de reais, em 2007, para a Celpe, o que representa 92,4% dos empréstimos realizados no ano de 2008 dessa modalidade.

A Eletrobrás também diminuiu os financiamentos caindo de 158,7 milhões, em 2007 para 76,5 milhões, uma queda de mais de 51%. Porém a participação da empresa estatal subiu de 3,04% para a 5,50%. Esses financiamentos são todos referentes ao Programa Luz para Todos.

Além das Debêntures e Notas Promissórias apresentarem redução nesse período, os empréstimos concedidos pelos bancos comerciais também cederam sensivelmente, despencando de mais de 1 bilhão de reais, para 37 milhões. A participação desta categoria caiu de 21,08% para apenas 2,66% no total de captações para as sete empresas estudadas.

No quadro a seguir mostramos a participação de todas as modalidades que o governo tem interferência no total de captações do período analisado:

Tabela 18 - Participação do Governo nas captações

Participação do Governo nas captações				
	2007	2008	2009	2010
Governo	29,94%	79,73%	40,20%	63,74%
Privado	70,06%	20,27%	59,80%	36,26%

Fica claro que no ano de estopim da crise econômica a participação do Governo nas captações das empresas de distribuição de energia teve um aumento significativo e esse patamar não foi mantido nos outros anos. Contudo a participação do governo nas captações se manteve alta nos anos subsequentes.

No ano de 2009 as empresas optaram por voltar a utilizar as captações no mercado, principalmente às debêntures e as notas promissórias, que totalizaram 895 milhões de reais. Os empréstimos dos bancos cresceram também no período, porém apenas um foi de R\$ 600 milhões, de um CDB do Bradesco para a AES Eletropaulo, este representa 95% de todos os empréstimos que os bancos comerciais privados realizaram com as companhias.

Mesmo assim as instituições do governo aumentaram os repasses de financiamento, em um ano muito crítico e de lenta recuperação. A FINEP realizou financiamentos de mais de 25 milhões de reais, a Eletrobrás mais do que dobrou comparado com o ano anterior e o BNDES aumentou os seus repasses e fechou contrato com mais quatro empresas.

Mesmo a participação do governo tendo caído no ano de 2009 os repasses das principais instituições federais aumentaram, provando que no ano de 2009 o governo continuou a sua política de ajuda as empresas essenciais da economia brasileira.

Em 2010, a grande diferença constatada foi o expressivo aumento dos empréstimos concedidos pelo Banco do Brasil, neste ano, foram R\$ 1.197 milhões, o total da modalidade de “Bancos Controlados pelo Estado”. O destino e as diferenças entre os empréstimos do Banco do Brasil para quatro empresas são os mais variados, desde capital de giro até financiamentos de longo prazo. Por isso o número da participação dos bancos controlados pelo estado subiu para 38,47%, fazendo com que todas as outras porcentagens diminuíssem, o que também resultou no aumento da participação do governo nas captações, representando 63,74% do total. Os dados mostram que os números de captações da Eletrobrás também aumentaram, mas o do BNDES, FINEP e dos bancos comerciais não. Já as debêntures e notas promissórias ficaram no mesmo patamar.

Conclusão

Entendemos que as empresas de distribuição de energia, assim como várias empresas brasileiras, sofreram com os efeitos adversos da crise financeira do *subprime*. Há efeitos negativos nas receitas, vendas, custos e outros fatores.

As empresas do setor sofreram com a queda da taxa de crescimento do volume de energia vendida,. A queda do consumo não afetou de maneira acentuada as variações nas receitas. As empresas de distribuição de energia viram a sua geração operacional de caixa, medida pelo EBITDA, sofrer com os impactos negativos da crise.

A rentabilidade da empresa também sofreu com as conseqüências do estouro da bolha imobiliária nos Estados Unidos, afetando os números do lucro líquidos da empresas de distribuição de energia elétrica brasileira. Para os índices de rentabilidade os piores anos foram os de 2008, e principalmente, de 2009, o índice de rentabilidade, por exemplo, diminuiu para seis das sete empresas estudadas em 2009.

Outro fator que sofreu os impactos da crise foram os investimentos realizados pelas empresas. Talvez o principal agregado para a sociedade, caiu para a maioria das empresas, no período analisado. Apesar de ser um agregado com diferença temporal significativa há queda no investimento foi sentida pelas empresas, que tiveram que cortar gastos e diminuíram as despesas com manutenção e expansão da rede, o que é considerado importantíssimo para a sociedade.

Analisando o endividamento das empresas, constatamos um recuo da dívida líquida, dos empréstimos e financiamento e das captações. Isto é explicado pela incerteza que assolou o mercado de crédito, e o aumento do risco e a preferência pela liquidez deixou um escasso e caro o crédito.

Neste caso foi importante a participação do governo, principalmente através dos órgãos de financiamento públicos que financiaram vários projetos das distribuidoras e assim possibilitaram uma melhora das condições financeiras e operacionais destas. Em termos totais o número de empréstimos e financiamentos de BNDES, Eletrobrás e FINEP subiram ao longo do período para três das empresas estudadas. A participação das instituições públicas, estudadas no primeiro capítulo, teve um aumento relativo, em termos percentuais essa classe de empréstimos aumentou para cinco das mais significativas empresas do setor.

Ainda a participação do governo nas captações aumentou durante o período de 2007 a 2010, não só apenas com os financiadores mencionados acima, mas também através de bancos comerciais e outras agências controladas pelo Estado.

Portanto as ações do governo para auxiliar empresas de um setor tão importante para a economia surtiram efeito e os impactos da crise não foram tão devastadores. As dívidas dessas empresas caíram, mesmo assim a participação do governo nestas aumentou. O governo, principalmente através do BNDES, ampliou o crédito num momento que a economia estava com baixa liquidez, o que possibilitou um auxílio nas contas das empresas de distribuição de energia no Brasil.

Referências Bibliográficas:

BARDELIN, César E. A.. Os efeitos do Racionamento de Energia Elétrica ocorrido no Brasil em 2001 e 2002 com ênfase no Consumo de Energia Elétrica Dissertação apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Engenharia no ano de 2004.

CARDOSO DE MELO, João M.. Capitalismo Tardio. São Paulo. Brasiliense, 1984, 2ª Edição.

CAMARGO, Eduardo, RIBEIRO, Fernando S. e GUERRA, Sinclair M. G.. O Programa Luz para Todos: Metas e Resultados. In: Espaço Energia, INSS: 1807-8575 – Número 9 – Outubro 2008.

COSCODAI, Valdir. Manual de contabilidade: IFRS/CPC. Reconhecimento de receitas, contratos de construção e concessão, agricultura e divulgação das partes relacionadas. São Paulo. PWC – Saint Paul, 2011.

DERENUSSON, Maria S.. Marco Zero: A Criação da FINEP. In: Revista Inovação em Pauta, Número: 11, Abril e Junho de 2011.

FREITAS, Maria C. P.. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. Estudos Avançados. vol.23 no.66 São Paulo, 2009.

GUSMÃO, Marcos V., PIRES, Silvia H., GIANNINI, Marcio, CAMACHO, Cristiane, PERTUSIER, Fernando, PESSOA, Ricardo, LOREIRO, Erardo e OLIVIERI, Marta. O Programa de Eletrificação Rural “Luz no Campo”: Resultados Iniciais. Retirado do site: <http://www.proceedings.scielo.br/pdf/agrener/n4v2/103.pdf> , no ano de 2011.

KEYNES, Jonh M.. Teoria Geral do Emprego do Juros e da Moeda. São Paulo: Atlas, 1982.

MINSKY, H. “An Agenda for Reform”. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven, Yale University Press, pp. 294-333, 1986.

NASCIMENTO, M. V., GIANNINI, M. Programa de Eletrificação Rural “Luz no Campo” e a Avaliação no Estado do Mato Grosso/CEMAT: caso piloto. In: Anais do IX Congresso Brasileiro de Energia. Vol II, 2002.

NOZAKI, William V.. A crise financeira internacional e a atuação do Estado nacional: a originalidade do caso brasileiro. In: revista OIKOS, volume 10, nº1, p. 38-57, 2011.

ORESTES DA SILVA, Júlio, CARDOSO, Rodrigo S., DE TOLEDO, Jorge R. F.. Impacto da Crise do Subprime no Endividamento das Maiores Empresas Brasileiras. In: Pensar Contábil, Rio de Janeiro, v. 12, n. 47, p. 16 - 25, jan./mar. 2010.

PIMENTEL, R. C. Emissão de Eurobonds e a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras, USP. Artigo retirado da internet no site: <http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos82008/531.pdf> , em 2011.

PROCHNIK, Marta e MACHADO, Vivian. Fonte de Recursos do BNDES 1995-2007. Revista BNDES, Rio de Janeiro, v. 14, n.29, p. 3-34, Junho de 2008.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., e, JAFFE, Jeffrey F., *Administração Financeira – Corporate Finance*. São Paulo: Editora Atlas, 1995.

Sanses,

SANT'ANNA, Silvia R. L.. A Evolução da Estrutura do Capital de Terceiros no Financiamento do Setor de Distribuição de Energia Elétrica: Funding Público e Privado. Monografia defendida no Instituto de Economia da Unicamp no ano de 2010.

SANTOS, D. J. S. Debêntures: Um instrumento moderno de aplicação e captações de recursos, Revista do BNDES, número 3, 2006.

SAUER, Ildo L., VIEIRA, José P. e KIRCHNER, Carlos A. R.. O Racionamento de Energia Elétrica Decretado em 2001: Um Estudo Sobre as Causas e as Responsabilidades, v. 1 de 15 de Dezembro de 2001. Estudo para a Procuradoria Geral da União.

SHINOHARA, Daniel Y. Estrutura de Capital e sua Relevância para a Organização. Ensaio apresentado no 6º Seminário em Administração FEA-USP, em Março de 2003.

SILVERIO, Amadeus S. e WINCK, Cleber A.. A infra-estrutura no setor elétrico como variante importante na economia do país. Paraná, Unioeste, 2003.

STRAZZI, Paulo E., BETIOL, Genésio J., MARQUES, Fernando, RIBEIRO, Fernando S., Sinclair M. G.. Programa “Luz Para Todos”: A Necessidade do Aporte de Recursos Subsidiados – Estudo de Caso Elektro. Retirado do site: <http://www.nipeunicamp.org.br/agrener/anais/2008/Artigos/75.pdf>, 2003.

VASCONCELOS, Yumara L.. EBITDA: Um Retrato do Desempenho Operacional. Artigo publicado na IOB – Informações Objetivas IOB Comenta 49/2011.