

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

RAFAEL NIETSCHE RENZETTI OURIQUES

**ESTUDO DAS CONTRIBUIÇÕES OBTIDAS PELAS CENTRAIS ELÉTRICAS DE
SANTA CATARINA EM SUA PARTICIPAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS**

FLORIANÓPOLIS

2008

RAFAEL NIETSCHE RENZETTI OURIQUES

**ESTUDO DAS CONTRIBUIÇÕES OBTIDAS PELAS CENTRAIS ELÉTRICAS DE
SANTA CATARINA EM SUA PARTICIPAÇÃO NO MERCADO DE CAPITALIS**

Trabalho de Conclusão de Estágio apresentado à disciplina Estágio Supervisionado - CAD 5236, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel, no Curso de Administração, Universidade Federal de Santa Catarina.

Professor Orientador:
Sinésio Stefano Dubiela Ostroski, MSc.

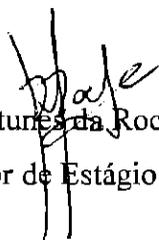
FLORIANÓPOLIS

2008

RAFAEL NIETSCHE RENZETTI OURIQUES

**ESTUDO DAS CONTRIBUIÇÕES OBTIDAS PELAS CENTRAIS ELÉTRICAS DE
SANTA CATARINA EM SUA PARTICIPAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS**

Este Trabalho de Conclusão de Estágio foi julgado adequado e aprovado em sua forma final pela Coordenadoria de Estágios do Departamento de Ciências da Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, em 02 de dezembro de 2008.



Prof. Rudimar Antunes da Rocha, Dr.
Coordenador de Estágios

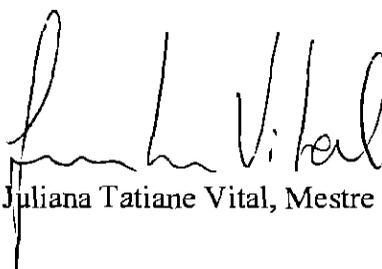
Apresentado à Banca Examinadora integrada pelos professores:



Sinésio Stefano Dubielá Ostroski, Mestre
Orientador



Maurício Fernandes Pereira, Doutor



Juliana Tatiane Vital, Mestre

*A toda minha família, por me apoiar sempre e
me dar o que tenho de mais valioso, o respeito
ao próximo.*

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço à **Deus** pela dádiva da vida, pela incrível família na qual tenho a honra de fazer parte e por ter me proporcionado caminhar entre pessoas tão *admiráveis e únicas, entre amigos, mestres e família.*

Agradeço aqueles que mais considero em minha vida, minha família. Aos meus pais, **Milton e Iris**, por me ensinarem o que há de mais importante em qualquer ser humano, o caráter de seguir aquilo que é o correto e o respeito com o próximo. Agradeço-os por serem sempre tão *pacientes, carinhosos e incentivadores* em relação ao estudo, carreira profissional e em todos os aspectos de minha vida. Não consigo enxergar minha vida sem suas constantes presenças, me ensinando algo novo a todo o momento. Devo tudo o que sou a vocês, amo-os muito, obrigado por estarem comigo durante toda essa caminhada!

Às minhas avós, **Dorothea e Maria**, a quem sempre me dirigi carinhosamente como *oma e nona*, que infelizmente hoje não estão mais entre nossa família, pessoas extraordinárias e que sempre admirarei. Agradeço-as por tudo que representam em minha vida e também por olharem por mim e minha família, agora de um lugar especial. Aos meus padrinhos **Walter e Regina** por sempre torcerem e confiarem em mim, mesmo quando me ausento por motivos fora de meu alcance. Também agradeço ao meu irmão, **Guilherme**, meu primo, **Murilo**, e meu amigo **Diego** por me ajudarem a esquecer de minhas obrigações e afazeres, me distraíndo com outras coisas e ajudando a recarregar-me para os novos desafios que encontro constantemente ao longo de minha jornada acadêmica e profissional. Não poderia deixar de agradecer a todas as pessoas da minha família, *que de um jeito ou de outro, me fazem tão feliz e unem todos em torno de um bem maior.*

Também agradeço a todos meus amigos que sempre me fazem rir, me ouvem quando preciso e sempre me dão apoio incondicional em tudo que faço. Agradeço a todos meus amigos que conheci na Universidade Federal de Santa Catarina, em especial a **Camila, Denise e João**, tão especiais e valiosos. Sempre aprendi muito com vocês, tornei-me uma pessoa mais completa quando os conheci, em todos os sentidos possíveis. Muito obrigado por estarem comigo, por me aturarem nos momentos de chatice e também pelas incontáveis risadas que demos juntos. Amo-os muito!

Aproveito a oportunidade para agradecer ao professor **Rudimar**, por ter sido tão paciente, ao me dar tempo e me apoiar enquanto eu elaborava este trabalho. Por fim agradeço ao meu orientador **Sinésio** por toda a ajuda, paciência e apoio ao longo deste trabalho, meu sincero agradecimento!

*"Só se pode alcançar um grande êxito quando
nos mantemos fiéis a nós mesmos."*

Friedrich Nietzsche

RESUMO

OURIQUES, Rafael Nietsche Renzetti. **Estudo das contribuições obtidas pelas Centrais Elétricas de Santa Catarina em sua participação no mercado de capitais**, 2008. 91 f. Trabalho de Conclusão de Estágio (Graduação em Administração). Curso de Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

Este estudo teve como principal objetivo analisar como Centrais Elétricas de Santa Catarina atua no mercado de capitais brasileiro e internacional. A organização classifica-se como empresa pública de grande porte e de economia mista, uma vez que há participação de capital do Estado de Santa Catarina e também de capital privado. Desta forma, buscou-se compreender como o resultado de sua participação apresentou retorno nos investimentos da organização, bem como ocorreu sua entrada na governança corporativa. Este trabalho utilizou a análise documental e entrevistas semi-estruturada e sem estruturação como ferramentas para concretização de seu objetivo maior, onde foram envolvidos dados quantitativos e qualitativos, principalmente o primeiro em decorrência do maior foco em documentos financeiros elaborados pela companhia. Através do levantamento de dados foi possível analisar a evolução da participação da empresa na bolsa de valores, o retorno aos acionistas e seu valor de mercado. As entrevistas, por sua vez, trouxeram à tona as razões da Celesc em participar de um nível de governança corporativa, e quais as expectativas da organização em relação à atual crise de liquidez mundial. O cruzamento das ferramentas de pesquisa possibilitou compreender como a atuação no mercado de capitais nacional e internacional apresentaram resultados importantes nos planos de investimentos da empresa. Este estudo, então, destaca como a Celesc obteve resultados consideráveis em decorrência de sua participação no mercado de capitais. Assim, através da análise é possível compreender como esta ramificação do sistema financeiro pode ser bem utilizado para trazer retorno positivo a qualquer organização.

Palavras chave: Celesc. Mercado de Capitais. Investimento.

LISTA DE DIAGRAMAS

Diagrama 1: Composição do sistema financeiro nacional	17
Diagrama 2: Fragmentação do mercado de capitais	23
Diagrama 3: Funcionamento de um FIDC	34
Diagrama 4: Governança Corporativa e o Novo Mercado	38
Diagrama 5: Estrutura societária Celesc Holding	50
Diagrama 6: Celesc I - Fundo de investimentos em direitos creditórios mercantis	73

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução no número de consumidores	52
Gráfico 2: Distribuição do consumo de energia elétrica em Santa Catarina	53
Gráfico 3: Composição da receita operacional bruta	56
Gráfico 4: Evolução do lucro do exercício em 2007	57
Gráfico 5: Comportamento das ações Celesc e principais índices	58
Gráfico 6: A ação preferencial em 24 de outubro de 2008	61
Gráfico 7: Participação no capital total em 30/09/2008	64
Gráfico 8: Participação no capital votante em 30/09/2008	65
Gráfico 9: Valor de mercado X valor patrimonial	67
Gráfico 10: Fontes de investimento realizado em 1997	69
Gráfico 11: Fontes de investimento realizado em 1998	71
Gráfico 12: Comparação de desembolsos entre FIDC X Empréstimo Bancário	76

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Segmentação dos mercados financeiros	18
Quadro 2: Participantes e suas funções em ADR	32
Quadro 3: Vantagens e desvantagens da abertura de capital	37

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Demonstração de Resultados do Exercício	55
Tabela 2: Composição do capital social em 30/09/2008	66
Tabela 3: Remuneração dos participantes	74
Tabela 4: Simulação de pagamento de empréstimo bancário	75
Tabela 5: Comparação entre investimentos no primeiro semestre de 2007 e 2008	78

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
1.1. Objetivos.....	14
1.2. Justificativa	14
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	16
2.1. Sistema Financeiro Nacional	16
2.2. Lei das Sociedades por Ações	19
2.3. Mercado de capitais.....	21
2.3.1. MERCADO PRIMÁRIO E MERCADO SECUNDÁRIO	24
2.3.2. BOLSAS DE VALORES	26
2.3.4. MERCADO DE AÇÕES.....	28
2.3.3.1. Princípios e condições básicos para desenvolvimento do mercado de ações	30
2.3.4. OUTRAS FONTES DE FINANCIAMENTO	31
2.3.4.1. Commercial papers.....	31
2.3.4.2. Depositary receipt	32
2.3.4.3. Fundos de investimento em direitos creditórios	33
2.4. Abertura de capital através de ações.....	35
2.5. Governança corporativa e novo mercado	37
2.5.1. NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	40
2.5.2. NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	42
2.5.3. NOVO MERCADO.....	43
3. METODOLOGIA.....	45
3.1. Tipos de pesquisa.....	45
3.2. Fontes de pesquisa	46
3.3. Métodos de análise.....	47
3.4. Trajetória da pesquisa	48
4.1. Apresentação da organização	49
4.2. Panorama de 2007	52
4.3. Desempenho Econômico Financeiro	54
4.4. Desempenho no mercado de ações em 2007	57
4.5. Desempenho no mercado de ações em 2008	59
4.6. Governança corporativa e novo mercado	61
4.6.1. PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA.....	64

4.6.1.1. Retorno ao acionista e o valor de mercado.....	67
4.7. Captação de recursos no mercado de capitais	68
4.8. Plano de investimentos para 2008.....	76
4.9. Celesc e a crise de liquidez internacional	79
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	82
REFERÊNCIAS	84
GLOSSÁRIO	89
APÊNDICE A – Entrevista.....	90

1. INTRODUÇÃO

Com a abertura econômica mais recente promovida no país, na década de 90, o Brasil se viu posicionado em uma nova ordem econômica denominada globalização. A relação cultural, tecnológica e econômica entre os mais variados países possibilitou a competição entre empresas em escala global, onde as organizações mais eficientes sobrevivem e levam seus diversos produtos para diversos países, eliminando do mercado internacional até as organizações mais tradicionais.

Diversas crises econômicas ocorreram nas últimas décadas, e pelo mercado mundial cada vez mais dependente da relação comercial entre as nações, estas crises acabam invariavelmente atingindo diversos países em diferentes continentes. A obtenção de créditos através de financiamento em bancos torna-se um risco em momentos de crise de liquidez, elevando os custos das dívidas contraídas pelas empresas. Por esta e outras razões, cada vez mais organizações estão inserindo-se no mercado das bolsas de valores, de forma a obter outro meio de acesso a créditos internacionais, na busca de colocação de suas ações nas diversas bolsas.

Esse intercâmbio econômico contribuiu para expandir o mercado de capitais, especialmente em países em desenvolvimento como no caso do Brasil. Segundo Bovespa (2008), em 2007 o índice Bovespa (Ibovespa) acumulou alta de 43,6% perante o ano de 2006 e o volume total de negociações cresceu mais de 100%, também com relação ao ano de 2006, ultrapassando a marca de R\$ 1 trilhão e o valor de mercado atingiu R\$ 2,5 trilhões.

Através deste estudo se buscará entender quais as contribuições obtidas pelas Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. (CELESC) em sua participação no mercado de capitais brasileiro, através da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A CELESC, empresa estatal do estado de Santa Catarina, tem em seu objetivo atuar com eficiência no mercado energético, promovendo a satisfação de todos que se relacionam com a organização. Entre diversas maneiras de atingir seus objetivos, a empresa estatal encontrou no mercado de capitais do país uma forma para tanto, sem deixar de ser majoritariamente do governo do estado de Santa Catarina.

Ao se estudar o funcionamento do mercado de capitais do país, identificando o retorno e a participação de investidores externos na organização, este trabalho visa prover ao leitor uma melhor compreensão deste sistema financeiro que tanto cresce no país e no mundo e que proporciona às organizações - entre elas a CELESC, tema desta investigação - uma

fonte de financiamento de suas atividades, processos e inovações em produtos ou serviços. A partir deste ponto, é feito o questionamento: **Quais contribuições que as Centrais Elétricas de Santa Catarina obtêm em sua participação no mercado de capitais nacional e internacional?**

1.1. Objetivos

O objetivo geral deste estudo consiste em analisar a participação das Centrais Elétricas de Santa Catarina no mercado de capitais nacional, através de uma visão teórica e prática, com informações obtidas através dos relatórios financeiros publicados anualmente na Bolsa de Valores de São Paulo e entrevista com o diretor de Relação com o Investidor, Sr. Aldo Roberto Schuhmacher.

Para a consecução do objetivo geral, os seguintes objetivos específicos foram determinados:

- a) Identificar como as Centrais Elétricas de Santa Catarina se inserem no mercado de capitais brasileiro;
- b) Analisar os dados de maneira a compreender quais os resultados obtidos pela Celesc; e
- c) Avaliar como a participação da organização no mercado de capitais se converte para o desempenho da mesma e também para a sociedade.

1.2. Justificativa

Invariavelmente toda pesquisa de natureza teórica ou prática deve corresponder aos critérios importância, originalidade e viabilidade conforme Castro (1977) além do critério oportunidade, acrescentado por Appolinário (2006). Tais critérios objetivam justificar a consecução da pesquisa, além de evitar frustrações futuras com os resultados obtidos.

O estudo proposto neste Projeto de Estágio, analisar quais os benefícios financeiros que a abertura ao mercado de capitais do Brasil pode propiciar a uma organização, é de grande relevância uma vez que este processo permite às mais diversas empresas outra forma de financiar suas atividades, projetos e investimentos, agregando valor aos seus produtos e serviços. Também é importante aos colaboradores das organizações, que se beneficiam com uma empresa financeiramente mais saudável, transparente e com uma melhor expectativa de

empregabilidade. Este estudo também interessa para toda a sociedade brasileira, que se aproveita de fontes de financiamento nacional e internacional, permitindo não apenas a manutenção dos empregos atuais, mas também geração de novos postos de trabalho, atividade econômica, tributos, entre outros. Este estudo é importante para o acadêmico, que poderá conhecer e se aprofundar em uma área de atuação em processo de expansão, estudando o que se tem sobre o assunto em âmbito nacional e internacional e poder aliá-lo com uma visão prática com o mercado, permitindo crescimento profissional e também pessoal.

O segundo critério descrito por Mattar (1999) refere-se à viabilidade do estudo sob os aspectos de tempo, recursos financeiros, materiais e humanos, disponibilidade de informações e estado de teorização. Este estudo caracteriza-se como viável uma vez que os critérios de tempo e de recursos são atendidos pela disponibilidade do autor e do prazo determinado para a conclusão do mesmo. As informações necessárias são de fácil acesso, apresentadas através de mídia eletrônica como *web sites* e televisão, além de mídia impressa como jornais de grande circulação. O acesso às teorias previamente formuladas e aceitas pelo meio acadêmico é simplificado, visto uma relevante quantidade de obras na área, através de livros, artigos e matérias jornalísticas.

O critério oportunidade apresentado por Appolinário (2006) também é satisfeito, pois o cenário atual no país mostra-se favorável e aberto a investimentos em bolsas de valores, devido aos anos de estabilidade, sem grandes manobras políticas e econômicas. Ao analisar os dados de uma das maiores organizações do estado de Santa Catarina, com um grande embasamento teórico sobre a área, permite compreender melhor os mecanismos de funcionamento desta modalidade econômica até então negligenciada pela grande maioria das empresas e cidadãos.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Com finalidade de dar consistência a este estudo, torna-se indispensável o aprofundamento do mesmo analisando o que diversos autores discorrem sobre e seus variados pontos de vista, concretizando a base deste trabalho. Através da fundamentação teórica é possível dispor ao leitor deste estudo, ao acadêmico e também à sociedade o que se têm escrito na área, contribuindo para a disseminação do assunto, ao mesmo tempo em que se observa a relação teórica com a prática organizacional. Este capítulo compreenderá as variáveis: sistema financeiro nacional e bolsas de valores, a lei das sociedades por ações, conceito e funcionamento do mercado de capitais, como é o processo de abertura de capital através de ações e por último a Governança Corporativa.

2.1. Sistema Financeiro Nacional

Toda economia de um país tem necessidade de disponibilidade de capital, para que possa haver crescimento econômico e o conseqüente desenvolvimento econômico da nação. A crescente necessidade de recursos financeiros, possibilitados através da disponibilização da poupança (ou seja, os agentes superavitários que disponibilizam seus recursos) para geração de financiamento aos deficitários, os agentes tomadores de empréstimo para diversos fins, desde expansão da organização até sobrevivência da mesma. Para isso, o Sistema Financeiro Nacional – SFN – foi estruturado e regulado pela lei de Reforma Bancária (1964) lei do Mercado de Capitais (1965) e a mais recente lei de criação dos Bancos Múltiplos (1988).

Segundo Ferreira (2006, p.1) o Sistema Financeiro Nacional pode ser definido como “um conjunto de instituições e órgãos que regulam, fiscalizam e executam as operações relativas à circulação da moeda e do crédito”. Complementando a definição anteriormente citada, Assaf Neto (1999) apresenta que:

O sistema financeiro é composto por um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas, e seu órgão normativo máximo é o Conselho Monetário Nacional (CMN). Por meio do SFN, viabiliza-se a relação entre agentes carentes de recursos para investimento e agentes capazes de gerar poupança e, conseqüentemente, em condições de financiar o crescimento da economia (ASSAF NETO, 1999, p.57).

Com isso é possível identificar a forte relação que o sistema tem com o desenvolvimento do país, tanto no cunho social como no econômico. O seu bom

funcionamento, com regras claras, justas e devidamente aplicadas, é essencial para que o mercado de capitais brasileiro atue de maneira a tornar os objetivos maiores do país em realidade. Desta maneira, o sistema financeiro nacional é dividido em dois subsistemas, conforme apresenta o diagrama 1:



Diagrama 1 – Composição do sistema financeiro nacional
 Fonte: Adaptado de Ferreira (2006)

Conforme Ferreira (2006), o sistema de supervisão tem como principal objetivo editar normas que definam a transferência de recursos de poupadores aos tomadores, ao mesmo tempo em que controla o funcionamento das instituições e entidades que realizem as atividades de intermediação financeira. O sistema operativo, por sua vez, tem como principal função operacionalizar esta transferência – de recursos do poupador para o tomador de empréstimos – conforme as regras estabelecidas pelo sistema de supervisão

Esta divisão em dois subsistemas, um que formula regras e controla o sistema e outro que realiza as atividades de intermediação, também é definido por Assaf Neto (1999, p.59) ao afirmar que o subsistema normativo (supervisão) é “constituído por instituições que estabelecem, de alguma forma, diretrizes de atuação das instituições financeiras operativas e controle de mercado”. O Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (BC ou BACEN), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Banco do Brasil (BB), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e Caixa Econômica Federal (CEF) integram esse subsistema.

Já o subsistema de intermediação (operativo), ainda conforme definição de Assaf Neto (1999, p.67), é composto das instituições bancárias e não bancárias que atuam em operações de intermediação financeira. São parte desse subsistema as instituições financeiras bancárias (os bancos comerciais e bancos múltiplos), instituições financeiras não bancárias, sistemas brasileiro de poupança e empréstimos (SBPE), instituições auxiliares (que compreende bolsas de valores, o foco deste estudo; sociedades corretoras, sociedades

distribuidoras e agentes autônomos de investimentos) e instituições não financeiras, que são as companhias seguradoras e também as sociedades de fomento comercial.

Segundo as características, os mercados financeiros podem ser divididos em 04 grupos de mercados específicos: crédito, monetário, cambial e mercado de capitais, que será aprofundado em momento oportuno. O quadro 1 a seguir apresenta uma breve descrição de cada um desses mercados:

Tipo de Mercado	Características		
	Prazos	Fim	Intermediação Financeira
Crédito	Curto, Médio e aleatório	Financiamento do consumo e capital de giro das empresas	Bancário e não-bancário
Monetário	Curto e curtíssimo	Controle da liquidez monetária da economia e suprimento momentâneo de caixa	Bancário e não-bancário
Cambial	Curto e à vista	Transformação de valores em moeda estrangeira em nacional e vice-versa	Bancário e auxiliares
Capitais	Médio, longo e indeterminado	Financiamento de capital de giro, capital fixo e habitação	Não bancário

Quadro 1 – Segmentação dos mercados financeiros
Fonte: Oliveira (1986)

O mercado de crédito é onde são efetuados os financiamentos a curto e médio prazos, para o consumo corrente e de bens duráveis, além de financiar o capital de giro das empresas. Esta fonte de financiamento é realizada, conforme Zanotta (2005, p. 20), de forma indireta uma vez que “a transferência de recursos tem sempre a participação de uma instituição financeira”.

Já no mercado monetário – também conhecido como *open market* - as operações realizadas são de curto e curtíssimo prazos, com o objetivo de financiar os desajustes monetários momentâneos dos agentes econômicos, principalmente as necessidades de caixa de bancos comerciais e do Tesouro Nacional. Conforme Oliveira (1986) é através do mercado monetário que o Banco Central do Brasil atua na liquidez da economia, possível pela venda ou compra de Letras do Tesouro Nacional.

O terceiro tipo de mercado, o cambial, é onde são realizadas as operações de compras e vendas de moeda estrangeira, através da intermediação de instituições financeiras autorizadas. Oliveira (1986) explica que as operações são basicamente de curto prazo realizadas pelos bancos comerciais com intermediação de corretoras.

O mercado de capitais, foco da atenção deste estudo, é onde são efetuados o financiamento de capital de giro e fixo das organizações, com foco no médio, longo e indeterminado prazo. Este tema será mais aprofundado em breve, sendo antes necessário apresentar a lei das sociedades por ações, anteriormente conhecida com Lei das Sociedades Anônimas.

2.2. Lei das Sociedades por Ações

Inicialmente, o esclarecimento do termo empresa aberta ou companhia aberta faz-se necessário, uma vez que apenas empresas abertas estarão habilitadas a atuar no mercado de capitais nacional. O artigo 4 da lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas), segundo Leitão (1991, p.25), define que é a “empresa cujos valores mobiliários são admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão, após o registro na Comissão de Valores Mobiliários”.

Cordeiro Filho (1981, p.05) compartilha com a definição anteriormente apresentada, afirmando que no Brasil, uma companhia é aberta “se os valores mobiliários de sua emissão estão admitidos à negociação em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão”. A abertura, portanto, é restrita às companhias ou sociedades por ações, sendo necessárias mudanças na constituição da organização caso a organização almeje participar do mercado de capitais nacional. A admissão de ações ou debêntures, de missão da companhia, à negociação em Bolsa ou no mercado de balcão é viabilizada através de registro prévio específico, na Comissão de Valores Mobiliários.

Em 2001 realizou-se a reforma das S.As. onde, segundo Azevedo (2008) uma das maiores exigências era a volta da *Tag Along*. Essa expressão significa, conforme Simões (2008), o direito que os acionistas minoritários têm de vender suas ações através de oferta pública, no caso de transferência de controle. Outros vários avanços foram conquistados, como a possibilidade de nomear um membro para o conselho de administração com 10% de ações preferenciais ou 15% das ações ordinárias. Ainda conforme Azevedo (2008, p. 31) com essa reforma houve a “ampliação das vantagens das ações preferenciais, a redução do espaço para emissão de preferenciais, de dois terços para 50% e a permissão para o uso de câmaras de arbitragem na solução de conflitos”.

A reforma, contudo, fora severamente criticada ao não englobar todas as situações que impediam o funcionamento mais adequado de um mercado de ações transparente e igualitário. Entre as críticas, Azevedo expõe:

O direito dos minoritários de eleger um conselheiro, por exemplo, não saiu exatamente como o esperado. Durante cinco anos, os preferencialistas tiveram de eleger esse conselheiro a partir de uma lista tríplice que era previamente fornecida pelo acionista controlador. O tag along [...] transformou-se no direito a 80% do valor ofertado ao acionista controlador, ante 100% na lei anterior (AZEVEDO, 2008, p. 32).

Em 28 de dezembro de 2007 sancionou-se a Lei 11.638, que vem a alterar e revogar dispositivos da primeira lei das Sociedades por Ações, anteriormente conhecida como Sociedade Anônima. Conforme Reis, Marion e Iudícibus (2008) os objetivos da mudança são:

- a) busca de maior transparência e qualidade nas informações contábeis, através da adequação da lei;
- b) conciliação da lei brasileira com as melhores práticas contábeis internacionais;
- c) redução ou até mesmo a eliminação de dificuldades de interpretação e aceitação das informações contábeis do país; e
- d) redução do custo – taxa de risco – que é provocado pelas dificuldades de interpretação e aceitação das informações contábeis.

Segundo Sebastião (2008) os principais assuntos englobados pela nova lei alteram consideravelmente as regras anteriores. Entre as mudanças, as demonstrações financeiras obrigatórias passam a ser o balanço patrimonial, demonstração de lucros ou prejuízos acumulados, demonstração de resultados do exercício, demonstração de fluxos de caixa e demonstração de valor adicionado. A demonstração das origens e aplicações de recursos deixa de ser obrigatória. Com a nova lei as normas da CVM passam a ser elaboradas em concordância com os padrões internacionais de contabilidade, ou seja, aqueles que são adotados nos principais mercados de valores mobiliários. O Ativo Permanente anteriormente dividido em investimentos, imobilizado e diferido, ganha outra divisão: ativo permanente intangível. Já o patrimônio líquido passa a ter os campos de ajustes de avaliação patrimonial, ações em tesouraria, e prejuízos acumulados.

A lei 11.638 possibilitará - juntamente com a atuação firme da CVM - segundo Reis, Marion e Iudícibus (2008, p. 10), “que a atualização da Lei das Sociedades Por Ações irão levar o Brasil, aos poucos e com serenidade, aos patamares mais altos de regulação contábil

internacional”. Desta maneira o mercado de capitais brasileiro poderá tornar-se mais confiável, transparente e seguro para as organizações e investidores brasileiros e estrangeiros.

A nova lei das S.A., que entrou em vigência no dia 1º de janeiro de 2008, busca a concretização do mercado de capitais brasileiro através da aproximação com as leis internacionais, tomando a lei nacional mais rígida e mais hábil em evitar diversas atividades meramente especulativas, que assolaram o mercado de capitais nacional e minaram a credibilidade do Brasil perante a comunidade internacional.

2.3. Mercado de capitais

Já esclarecido a base das companhias abertas, requisito básico para participação da empresa em bolsas de valores, pode-se adentrar no mercado de capitais. Diversos títulos são negociados nos mercados de capitais do mundo todo. O principal deles são as ações de organizações, mas os empréstimos tomados pelas empresas via o mercado – como debêntures conversíveis em ações bônus de subscrição e *commercial papers* – também são modalidades presentes no mercado de capital brasileiro, conforme Bovespa (2008).

Dissecando o termo mercado de capitais, Ávila (1976, p. 34) explica que a palavra capital é definida como “aquela riqueza pré-existente, aplicada, dentro do complexo da empresa, na produção de bens e serviços”. Já a palavra mercado significa – em economia – um conjunto de trocas de bens ou valores, de mesma ou de diferente espécie, realizadas em grande escala em um processo que tende a promover as trocas. Unindo as duas definições a Comissão de Valores Mobiliários (2008), uma das instituições constituintes do sistema financeiro nacional, define o mercado de capitais é definido como:

Conjunto de mercados, instituições e ativos que viabiliza a transferência de recursos financeiros entre tomadores (companhias abertas) e aplicadores (investidores) destes recursos. Essa transferência ocorre por meio de operações financeiras que podem se dar diretamente entre companhias e investidores ou através de intermediários financeiros. As operações que ocorrem no mercado de capitais, bem como seus participantes são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Corroborando e ainda acrescentando mais informações a esta definição da CVM, Silva (2006) afirma que é no mercado de capitais onde as negociações de valores mobiliários ocorrem, para médio e longo prazo ou ainda mesmo sem prazo determinado. Assim, o mercado de capitais é, sucintamente, um conjunto de operações realizadas entre pessoas

físicas e/ou pessoas jurídicas no processo de captação de recursos financeiros entre os poupadores de capital e os tomadores do mesmo.

Esses recursos são captados juntos ao público investidor, que opta por destinar seu saldo financeiro na compra de ações ao invés de outros tipos de investimento, como a poupança. Conforme Zanotta (2005) o mercado de capitais também é conhecido como mercado de balcão pela forma pois, no momento de captação dos recursos mediante emissão de títulos ou valores mobiliários, esses são negociados nos mercados de bolsa e de balcão.

De maneira sucinta Oliveira (1986) explana que o mercado financeiro designa todos os tipos de operações que envolvem os títulos de renda fixa, como letras de câmbio e depósitos de poupança. Já o mercado de capitais é aquele em que se opera com títulos de renda variável, ou seja, com ações de companhias, cabendo ao mercado de capitais a atribuição de canalizar recursos para empresas através do capital de risco. Os princípios que são semelhantes para o mercado financeiro e também para o mercado de capitais, conforme Silva (2006, p.20), são:

- a) buscar mobilização da poupança popular;
- b) proteger a poupança realizada pelo público geral;
- c) manter a estabilidade das entidades financeiras;
- d) garantir a transparência nas operações realizadas pelas instituições; e
- e) manter o sigilo nas operações e transações financeiras.

O diagrama 2 representa o funcionamento do mercado financeiro e também do mercado de capitais:

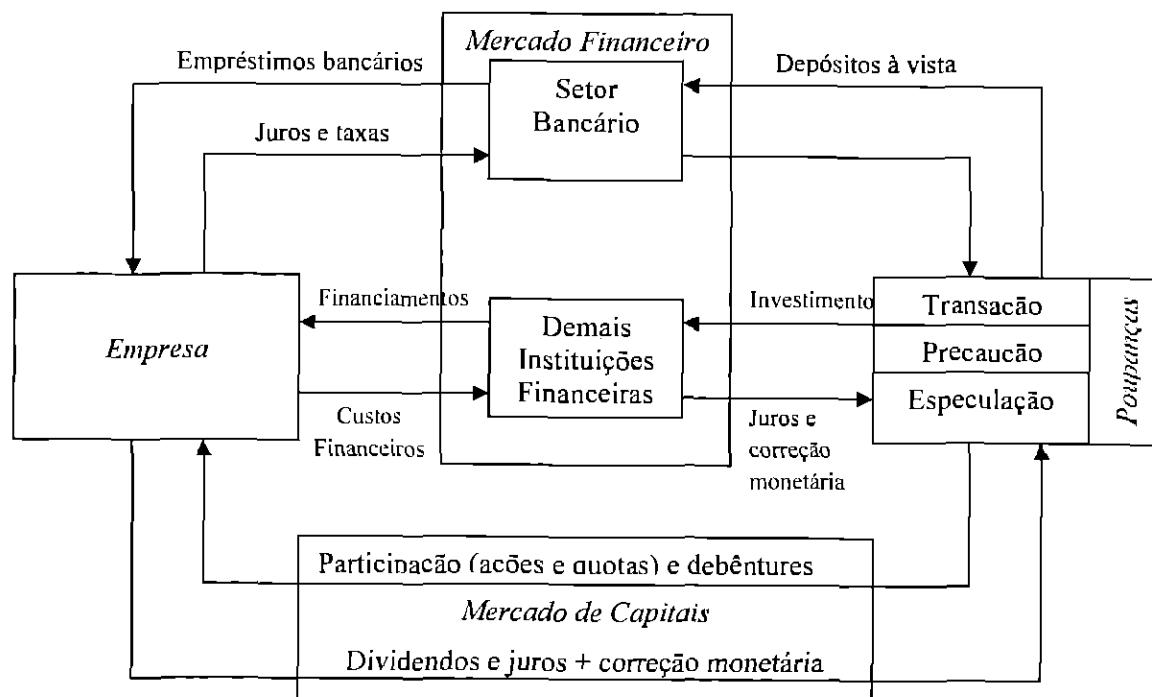


Diagrama 2 – Fragmentação do mercado de capitais
 Fonte: Ávila (1973)

Concisamente, Ávila (1973) define o mercado financeiro é caracterizado pela intermediação dos bancos e das instituições financeiras, marcado pelos prazos curtos e médios das aplicações. O mercado de capitais estabelece relações diretas entre os detentores da poupança e a empresa, surgindo a imagem do intermediário apenas na colocação de títulos mobiliários, ou seja, as ações e os debêntures.

A principal diferença entre o mercado financeiro e o de capitais é a ausência de *spread* bancário tomando “a captação de recursos por empresas mais baratas, pois é no mercado de capitais onde se faz a intermediação entre o detentor de recursos e aquele que necessita de financiamento”, segundo Silva (2006, p.19). O mercado de capitais permite, então, a circulação de recursos financeiros para custear o desenvolvimento econômico do país.

Conforme Maluf Filho (1991) o mercado de capitais é considerado eficiente quando todos os participantes possuem acesso às informações com facilidade, amplitude e igualdade na obtenção dos mesmos, sendo então o preço atual dos ativos é reflexo a nível de disponibilidade de informações. Como o preço dos ativos recente é o mais importante para os que possuem alguma ligação com mercado de capitais, a cotação de ações deverá automaticamente se ajustar ao novo nível de informação. Sendo assim, em um mercado

eficiente torna-se impossível um participante obter lucros extraordinários, sistematicamente, ao adicionar-se novas informações em um mercado equilibrado.

Ainda conforme Maluf Filho (1991) a eficiência do mercado pode ser medida em três níveis, que varia conforme o tipo de informação disponível: fraca, semi-forte e forte. O nível de eficiência fraca é verificado quando o preço atual é reflexo de todas informações contidas em séries passadas de preço. O segundo nível, semi-forte, é quando se adiciona novas informações públicas, advindas de demonstrativos financeiros e outras técnicas administrativo-financeiras. Por último, o nível forte ocorre quando informações que ainda não se tornaram públicas já estão incorporadas no novo preço do ativo disponibilizado no mercado de capitais.

O mercado de capitais apresenta como principais diferenças em relação ao mercado financeiro os prazos, maneira de intermediação e principalmente os custos. Enquanto o crédito fornecido pelo sistema financeiro tem seu custo fortemente elevado pelo *spread* bancário, com obrigações financeiras de pagamento em prazos fixos com valores independentes do resultado operacional da organização tomadora de empréstimo, a obtenção de recursos através de vendas de ações exclui o *spread* bancário. Além do mais, em momentos de dificuldades a organização com ações poderá não pagar os dividendos caso não haja recursos, ou mesmo se os sócios concordarem com a reintegração do capital na empresa, visando reforço para obter melhores resultados no futuro.

2.3.1. MERCADO PRIMÁRIO E MERCADO SECUNDÁRIO

É possível dividir o mercado de capitais em dois grandes grupos: primário e secundário. Segundo Bovespa (2008) o mercado primário é onde são lançadas novas ações no mercado, gerando recursos diretamente para a empresa que os lança, assim que são realizadas as vendas. Para que isso ocorra, a organização emissora de ações deverá contratar serviços especializados de outras instituições, para que o processo possa ser efetivado. Uma vez ocorrido o lançamento inicial, as ações passam a ser negociadas no mercado secundário, que é composto pelas bolsas de valores e mercados de balcão. Zanotta (2005, p. 23) destaca:

No mercado primário, aquele que necessita de recursos financeiros coloca-se diretamente em contato com o financiador, emitindo títulos ou valores mobiliários e, dessa forma, financiando-se. É neste mercado que se materializa, realmente uma operação de participação, na qual se cumpre a função econômica de levar a poupança ao ente necessitado.

Desta forma, o mercado primário é a fonte geradora de recursos financeiros às organizações que resolvem abrir capital ou emitir novas ações. É nesse mercado que as empresas recorrem para financiamento de novos produtos, instalações, expansão ou ainda no emprego das atividades.

No processo de negociação de ações no mercado secundário, o valor da venda não será convertido para a empresa, como no mercado primário, mas para o acionista vendedor da ação. O mercado secundário tem, então, as funções de proporcionar liquidez no mercado e estabelecer o valor das ações para o mercado primário. Zanotta (2005) explica que o mercado secundário origina-se do primário e é onde são realizadas as operações de negociação com os valores mobiliários já emitidos pelo mercado primário, permitindo a liquidação dos investimentos previamente realizados pelos poupadores.

Assim, como explica Ávila (1976), quando uma letra de câmbio, ação ou outro ativo financeiro qualquer é colocado no mercado pela primeira vez, diz-se que tais operações ocorrem no mercado primário. A partir do momento em que o primeiro comprador resolve se desfazer daquele título e o vende para outra pessoa interessada, diz-se que houve uma negociação no mercado secundário, não gerando recursos para a organização que emitiu mas estabelecendo o valor de mercado, auxiliando nos valores de futuras emissões de títulos.

As dificuldades de estabelecimento de preços, transparências de informações e equidade de fornecimento de informações entre organizações e mercados sempre foram muito presentes nos países latino-americanos. Com um histórico de turbulência política, econômica e social, a recentemente conquistada estabilidade no continente latino americano ainda é vista com muito receio, especialmente com os ocasionais distúrbios políticos. Segundo Cintra (1998, p.51), os mercados de capitais latino-americanos “não se desenvolveram de maneira significativa, permanecendo pouco profundos e com forte concentração de investidores. A negociação ativa concentrou-se em poucas grandes empresas, sobretudo estatais”.

Por esta razão, qualquer instabilidade em nível regional ou internacional pode desencadear um processo de venda substancial de ações, afetando um mercado já muito volátil. Porém, países mais importantes na região como o Brasil tem conquistado o grau de estabilidade, com um mercado de capitais em forte processo de expansão, verificando-se aumento crescente de entrada de novas empresas em bolsas de valores, maiores investimentos externo e conseqüente maior liquidez no mercado nacional. Mantendo-se o processo de estabilidade visto nos últimos anos por um longo prazo será capaz de atrair muitos novos

pequenos investidores que, ao somar-se ao todo, aumentará a eficiência do mercado, sua estabilidade e conseqüente desenvolvimento econômico. Para isso a grande barreira mental, conforme Cintra (1998), de que as bolsas de valores continuam a ser percebidas mais como cassinos que como fontes estáveis de capitais precisará ser derrubada.

Dessa maneira o mercado secundário tem grande relevância sobre o mercado de capitais, mesmo que não gere recursos para a organização que realizou um ativo financeiro. Fortes movimentos especulatórios podem arruinar a imagem de uma organização, complicando a emissão de novas ações e impedindo a concretização dos objetivos almejados quando da tentativa de colocar mais ações no mercado.

2.3.2. BOLSAS DE VALORES

Cada país pode contar com diversas bolsas de valores, que negociarão um *mix* de ativos mobiliários ou focarão em um determinado ativo. Estas decisões cabem somente às bolsas, podendo ser elas em concordância com outras bolsas no país ou não. Conforme Assaf Neto (1999) as bolsas de valores são associações civis sem finalidades lucrativas e seus patrimônios são constituídos pelos títulos patrimoniais adquiridos pelos membros, as sociedades corretoras.

O Brasil conta, hoje, com 14 bolsas de valores atuantes em todas as regiões do país, segundo a Comissão Nacional de Bolsas (2008). Essas bolsas são: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), Bolsa de Valores Regional, Bolsa de Valores do Paraná, Bolsa de Cereais e Mercadorias de Gurupi, Bolsa de Cereais e Mercadorias de Maringá, Bolsa de Cereais e Mercadorias do Tocantins, Bolsa de Gêneros Alimentícios do Rio de Janeiro, Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), Bolsa de Valores Minas - Espírito Santo - Brasília (BOVMESB), Bolsa de Valores do Extremo Sul (BVES), Bolsa Brasileira de Mercadorias (BBM) e Bolsa de Valores, Bahia-Sergipe-Alagoas (BOVESBA). Em 2001, a Bovespa realizou um acordo nacional integrando todas as outras bolsas do país em torno de um único mercado de valores, o da própria Bolsa de Valores de São Paulo, com a finalidade de fortalecer o mercado acionário brasileiro, conforme explana Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005).

Independentemente de qual bolsa seja todas possuem os mesmos princípios, que serão descritos a seguir, conforme a visão de alguns autores:

A essência da existência de bolsas de valores é proporcionar liquidez aos títulos negociados, atuando por meio de pregões contínuos. Têm responsabilidade pela fixação de um preço justo, formado por consenso de mercado mediante *mecanismos de oferta e procura*. Obrigam-se as bolsas, ainda, a efetuar, dentro do menor prazo e da maior amplitude possível, a divulgação de todas as operações realizadas (ASSAF NETO, 1999, p.72).

Para Casagrande Neto (1989, p.21) os objetivos das bolsas de valores vão de encontro ao que foi apresentado por Assaf Neto, e apresenta diversos pontos abrangentes:

- a) manter local adequado para o encontro de seus membros e para a realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários em mercado livre e aberto, organizado e fiscalizado pelos próprios membros e pelas autoridades monetárias;
- b) criar e organizar os meios materiais, os recursos técnicos e as dependências administrativas adequadas à pronta, segura e eficiente realização e liquidação das operações efetuadas no recinto de negociação (pregão);
- c) organizar, administrar, controlar e aperfeiçoar o sistema e o mecanismo de registro e liquidação das operações realizadas;
- d) estabelecer sistema de negociação que propicie e assegure a continuidade das cotações e a plena liquidez ao mercado de títulos e valores mobiliários;
- e) fiscalizar o cumprimento, pelos seus membros e pelas sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários, das disposições legais e regulamentares, estatutárias e regimentais, que disciplinam as operações em bolsa, aplicando aos infratores as penalidades cabíveis;
- f) dar ampla e rápida divulgação às operações efetuadas em seu pregão; e
- g) assegurar aos investidores completa garantia pelos títulos e valores negociados.

Além de oferecer um mercado para a cotação dos títulos nelas registrados, acompanhar os serviços prestados, facilitar o fluxo de divulgação de informações das empresas e negócios sob seu controle, as bolsas propiciam liquidez às aplicações tanto no curto como no longo prazo. Através delas é possível viabilizar um importante objetivo do capitalismo moderno, o de estimular a população a criar poupança e revertê-lo em investimento para a expansão das companhias, gerando crescimento e desenvolvimento econômico para o país (Bovespa, 2008).

Qualquer bolsa pode desenvolver um método de cálculo de ações negociadas em seu estabelecimento, conhecido por índice. Conforme Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005,

p.95) os índices de mercado compreendem 3 principais objetivos: “são indicadores de variação de preços do mercado, servem de parâmetros para avaliação de performance de portfólios, e são instrumentos de negociação no mercado futuro”. O índice mais representativo do país é o Ibovespa, em funcionamento ininterrupto desde 04 de junho de 1968. Segundo Leite e Sanvicente (1995), o valor absoluto do índice não tem importância, mas sim o quanto esta variação representa de um dia para o outro, se ele está negativo ou positivo. O valor absoluto do índice Bovespa é composto através do valor monetário de uma carteira selecionada de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, naquele período. A variação do índice, assumindo valores positivos ou negativos, representa uma taxa de retorno para quem manteve esta carteira no período de análise.

Os critérios adotados pela Bolsa de Valores de São Paulo para calcular o seu índice são, conforme Leite e Sanvicente (1995): participam da carteira as ações de maior negociabilidade nos últimos 12 meses que, em conjunto, sejam representativas de pelo menos 80% da soma dos índices de negociabilidade e que essas ações correspondam a mais do que 0,1% do volume total de negociações. A constituição desta carteira é atualizada a cada 4 meses, no primeiro dia útil de cada quadrimestre, sendo que o valor da nova carteira é igual ao valor da carteira substituída, no primeiro dia, para evitar perdas. A carteira de índices é, ainda, ponderada pela negociabilidade das ações componentes e, como último critério, ao não receber novos investimentos adicionais, a carteira continua com seu valor estabelecido pelas cotações das ações componentes a cada momento.

2.3.4. MERCADO DE AÇÕES

A origem do mercado de ações se deu a partir do momento em que somente o mercado de crédito se mostra insuficiente para garantir um fluxo adequado de recursos, especialmente no que tange o prazo e também custo. Conforme cresce a economia de um país, crescem também as necessidades de financiamento da expansão econômica das empresas. Historicamente, o primeiro movimento organizado de mercado de ações ocorreu nos Estados Unidos, na cidade de Filadélfia, após o prefeito realizar uma doação para a construção da primeira bolsa de valores.

Ávila (1973) expõe que algumas atividades só são economicamente viáveis quando em grande escala. Os empresários que se dedicam a tais atividades necessitam de fontes de financiamento, onde muitas vezes as taxas de juros cobradas por bancos comerciais se

mostram muito elevadas e até mesmo impraticáveis, isso quando o empréstimo não automaticamente é rejeitado pelo banco devido à elevada taxa de risco do negócio.

A solução passa, então, pela abertura da organização para novos sócios, aumentando o volume de capital integralizado sem obrigatoriedade de resgate num prazo certo. Esta abertura se dá principalmente pela venda de uma parte representativa da empresa àqueles interessados em participar da organização e assumir o risco do negócio.

Assim, os principais títulos negociados são os de ações que, segundo Mellagi Filho (1995, p. 87), as ações podem ser caracterizadas como “títulos que representam frações do capital de uma empresa. Esse tipo de empresa é denominado Sociedade Anônima; existe não apenas um dono, mas vários”. Cabe aqui ressaltar que o termo Sociedade Anônima deixou de ser o termo legal, uma vez que após a nova lei das S.A. a denominação Anônima é substituída por Sociedade por Ações. A definição apresentada por Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005, p.46) corrobora com o que foi afirmado por Mellagi Filho, além de complementar a definição:

Uma ação representa a menor parcela do capital social de uma empresa. O detentor de uma ação (acionista) não é um credor da empresa, mas sim um de seus proprietários e, como tal, possui direito à participação nos resultados da empresa proporcionalmente ao número de ações que detém. Ações, normalmente, não possuem prazo de resgate e podem ser negociadas em mercados organizados (Bolsa de Valores).

O dono de ação, então, não é classificado como um credor da empresa, como no caso de um empréstimo bancário onde o pagamento da dívida é compulsório, ou seja, é realizada sempre nos prazos pré-estabelecidos no momento do acordo. Isso subentende que os custos de captação de recursos financeiros no mercado de capitais, através de negociação de ações, são menores – mas não baratos – que o de obtenção de empréstimos através de organizações financeiras. A disponibilização de ações se dá de 3 diferentes maneiras, conforme apresenta Casagrande Neto (1989, p. 60): ordinárias, preferenciais e ainda resgatáveis.

As ações ordinárias “são ações que dão direito a voto, além de participar dos resultados da companhia”. Já as ações preferências são aqueles em que normalmente não se tem o poder de voto, os donos destas ações participam apenas dos resultados da empresa e, em casos de dissolução da empresa, têm preferência no reembolso do capital. . Dependendo do estatuto da companhia, podem ter direito a voto, ter garantia de dividendo mínimo e preferir às ordinárias no que concerne ao recebimento de dividendos. O terceiro tipo de ações são as resgatáveis que “são parecidas com as debêntures conversíveis, pois oferecem

remuneração fixa ao longo de determinado período e podem ser transformadas em ações ordinárias ou preferenciais”.

Caso não haja a distribuição de resultados por três exercícios consecutivos, segundo Sanvicente e Mellagi (2005), estas ações passam a adquirir temporariamente o poder de voto independente do estatuto da companhia. Isto poderá comprometer a situação do acionista controlador, uma vez que um novo grupo poderá exercer o poder de decisão da empresa. A partir do momento em que os dividendos são pagos, as ações preferenciais perdem o poder de voto, caso este não seja o padrão da organização.

O valor das ações será reflexo das expectativas dos agentes econômicos, no que tange as perspectivas do macro e microambiente, além do desempenho da organização. O desempenho econômico do país terá influência na confiança de investidores sobre as companhias, enquanto o principal determinador de preços de ações está diretamente atrelado a razões da organização. Elas são fatores contábeis, patrimonial, valores apurados no processo de análise fundamentalista, de liquidação (qual o valor esperado caso a empresa encerre as atividades), valor unitário (razão entre capital social com o número de ações emitidas), de subscrição (preço de emissão fixado para novas ações) e de mercado (o valor da cotação em mercados organizados), conforme explica Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005).

2.3.3.1. Princípios e condições básicos para desenvolvimento do mercado de ações

Garantir um bom funcionamento do mercado de ações implica, necessariamente, em transparência e igualdade no acesso a informações entre todos os participantes do mercado de ações. Segundo Oliveira (1986) dois são os princípios básicos para o desenvolvimento do mesmo:

- a) funcionar como uma indústria de produção de capitais para investimento, estimulando a poupança privada;
- b) voltado ao interesse social, permitindo e orientando a estruturação de uma sociedade pluralista, com base na economia de mercado, possibilitando a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia.

Dessa forma é possível canalizar os recursos dos poupadores para uma forma de investimento, e não somente em empréstimos, permitindo uma maior distribuição de renda e riquezas para a sociedade, tomando a economia menos vulnerável em sua relação com o

exterior. Para possibilitar isso, porém, é necessário obter bases sólidas para o desenvolvimento do mercado de ações.

Conforme Oliveira (1986) duas condições são necessárias para o desenvolvimento do mercado: ambiente social e político e a compatibilidade entre inflação e mercado de capitais eficaz. A primeira condição implica em um ambiente de decisões descentralizadas em uma sociedade democrática. Convém ressaltar que isso não significa a exclusão dos órgãos de regulação e fiscalização – muito pelo contrário – a fiscalização é essencial para garantir a transparência do sistema e que as informações sejam igualmente acessíveis para todos. A segunda condição significa que a eficácia do mercado de capitais utilizará bem os recursos destinados pelos poupadores, sendo que esses recursos só estarem presentes em quantias suficientes quando do controle da inflação no país, permitindo a guarda de recursos para a poupança e posterior investimento.

2.3.4. OUTRAS FONTES DE FINANCIAMENTO

O mercado de capitais oferece, então, negociação de títulos – ações – e também de empréstimos tomados via mercado, representados por debêntures, *commercial papers*, bônus de subscrição, *depository receipt* e suas variações, fundos de investimento em direitos creditórios, entre outros. O mercado de capitais abrange, ainda, certificados de depósitos de ações, negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários e todos os demais derivativos que tenham autorização para negociação.

Este estudo se focará – além das ações como fonte de financiamento – em *commercial papers*, *depository receipt* e em fundos de investimento em direitos creditórios. Será dado esse foco em decorrência de ser a forma de atuação das Centrais Elétricas de Santa Catarina no mercado de capitais nacional.

2.3.4.1. *Commercial papers*

O termo *commercial papers* é também conhecido no Brasil como nota promissória. Segundo Andima (2007, p. 27) o *commercial paper* é “emitido pelas sociedades por ações de capital aberto conferindo a seu titular direito de crédito contra a emitente”. A taxa de remuneração pode ser prefixada ou flutuante (conforme Selic), onde a percepção de mercado sobre as condições e retornos elaborados pela organização emissora será dada através da

liquidez das ações da companhia, sua expectativa no mercado e solidez no tratamento da mesma com seus acionistas.

Para Bovespa (2008) o *commercial paper* segue a mesma definição anteriormente apresentada, porém acrescentando que o foco deste tipo de título está no curto prazo. O principal objetivo da emissão deste título ocorre devido necessidade de financiamento de capital de giro. Assim como nas ações, este modelo é mais acessível que o empréstimo através de banco em devido a ausência de *spread* bancário que ocorre em financiamento através de banco comercial.

2.3.4.2. *Depositary receipt*

O termo *depositary receipt* significa, conforme Bovespa (2008), comprovante do depósito de instrumento financeiro. Este depósito é realizado em uma instituição custodiante, com vistas aos mercados internacionais. O governo brasileiro autorizou a realização desta modalidade pelas empresas brasileiras com a finalidade de estimular o mercado de ações que, conforme Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005), podem ser de dois tipos distintos: *American Depositary Receipt* (ADR) e *Global Depositary Receipt* (GDR).

O ADR são recibos negociáveis que representam a propriedade de ações emitidas por empresas que não sejam de origem estadunidense, onde os recibos são emitidos através de um banco dos Estados Unidos, mediante contratação – por parte deste mesmo banco – de uma corretora no Brasil. Será através desta corretora a realização da compra de ações na Bolsa de Valores de São Paulo, ficando a ação comprada em um banco custodiante no Brasil para que sirva de lastro para a emissão de ADR.

Andima (2007, p. 32) apresenta os participantes no processo de lançamento de ADR em três grupos conforme o quadro 2 a seguir:

Integrante	Função
Patrocinadora	Companhia aberta no Brasil que emite ações ou valores mobiliários
Custodiante	Organização no país, autorizada pela CVM, a prestar serviços de custódia
Depositário	Instituição estrangeira que, com base nos valores custodiados no Brasil, emite a ADR

Quadro 2 – Participantes e suas funções em ADR
Fonte: Adaptado de Andima (2007)

Ainda conforme Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005), a ADR dá os mesmos direitos de um detentor de ação ordinária ou preferencial (conforme a compra) que alguém que realize a compra diretamente no país através da Bovespa. Sendo assim, o ADR surgiu para facilitar o acesso de investidores americanos tivessem acesso aos mercados de diversos países dentro de condições práticas muito semelhantes ao realizado em seu país de origem.

Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005) explicam que a ADR pode ser dividido em três categorias diferentes, ou seja, três níveis com diferentes exigências. No nível 1, as ações lastreadas pela ADR são negociadas no mercado de balcão, sem pagamento de taxas de *underwriting* onde a captação de recursos fica a cargo do banco custodiante. O nível 2 leva a ADR para negociação dentro de uma bolsa de âmbito nacional dos Estados Unidos ou na Nasdaq, exigindo a utilização do US GAAP e implicando em custos maiores que no nível 1. O terceiro nível tem o mesmo funcionamento do nível anterior, onde a única diferença fica por conta da captação de recursos, que será realizado diretamente pela companhia patrocinadora.

O GDR tem exatamente a mesma função e forma de realização que o ADR, a diferença entre eles está no foco de atuação. Caso se deseje colocar ações no mercado internacional, não somente nos Estados Unidos, a organização realizará o lançamento de GDR através dos mesmos passos realizados no ADR (Cavalcante Filho, Misumi e Rudge, 2005).

2.3.4.3. Fundos de investimento em direitos creditórios

O fundo de investimento em direitos creditórios, conhecido no mercado como FIDC ou fundos recebíveis, foi criado em através da Resolução nº 2907/01 do CMN e regulamentados pela Instrução CVM 356/01, sofrendo pequenas alterações na nova redação dada pela Instrução CVM 393/03. Domingues (2003) explica que o FIDC é considerado comunhão de recursos que aplica parcela superior a 50% do patrimônio na aquisição de direitos creditórios. A definição de Bovespa (2008) corrobora a afirmação anterior, acrescentando ainda que se trata de um fundo que se destina à aplicação do patrimônio (acima de 50%) em títulos e direitos creditórios originários das operações realizadas pela companhia constituinte do fundo. No FIDC cada investidor deverá aplicar R\$25 mil no mínimo.

Este tipo de fundo pode ser classificado como aberto ou fechado, conforme Domingues (2003). Em um FIDC de gênero aberto o cotista pode efetuar resgate a qualquer

momento, respeitado o regulamento do fundo, enquanto em um fundo do tipo fechado o cotista somente poderá resgatar o valor investido quando do fechamento do FIDC.

Para Domingues (2003) as cotas de um fundo de investimento em direito creditório podem ser de classe sênior ou de classe subordinada. A classe sênior é aquela em que não se é subordinada às demais com finalidade de amortização e resgates, sendo que essa classe pode ser – nos fundos fechados - subdividida em séries diferentes, conforme prazos e valores para amortização, resgate e remuneração distintos. Já a classe subordinada é aquela que se subordina às demais para fins de amortizações e resgates, podendo ser subdivididas em sub-classes. As cotas subordinadas não podem ser resgatadas ou amortizadas antes do resgate das cotas seniores.

O funcionamento de um fundo de investimento em direitos creditórios é apresentado sucintamente no diagrama 3:

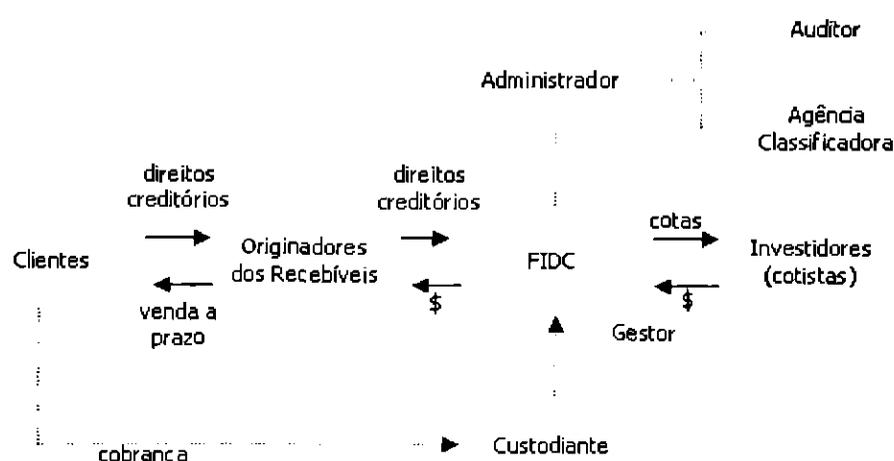


Diagrama 3 – Funcionamento de um FIDC

Fonte: Domingues (2003)

Um fundo de investimento em direitos creditórios funciona em seis etapas, conforme o site Acionista (2006). A etapa inicial constitui na companhia em criar um fundo de investimento em direitos creditórios que – por sua vez, na segunda etapa – captará recursos de investidores através da venda de cotas e com esse dinheiro compra as faturas da companhia. A companhia, então, vende seus produtos/serviços e emite fatura ou recebíveis para o cliente comprador que, por sua vez, realizará o pagamento pelos produtos/serviços adquiridos com a companhia no custodiante. Recebido o valor pelo cliente, o banco custodiante remete o dinheiro diretamente para FIDC. Em seguida o gestor do FIDC pega o montante enviado pelo

banco custodiante e paga rendimentos ao investidor finalizando um giro no ciclo, que se repetirá em quanto o fundo funcionar.

Deverão constar no regulamento do fundo, diversos pontos relevantes para que seja elaborado um FIDC saudável e transparente. Para Domingues (2003), os itens mais importantes no regulamento são taxa de administração, taxa de desempenho ou performance, além de outras taxas e despesas; características de todas as classes e séries de cotas; prazos de carência e de duração do fundo; periódico utilizado para a divulgação de informações; terceiros contratados para prestação de serviços ao fundo (administração, auditoria, gestão da carteira, consultoria e custódia); metodologia de avaliação de ativos; procedimentos a serem adotados na hipótese de rebaixamento de classificação das cotas por agência classificadora de risco; e política de investimento.

2.4. Abertura de capital através de ações

O processo de abertura de capital de uma organização costuma ser uma decisão difícil, muitas vezes os sócios de uma companhia fechada não estão de acordo com a mudança na estrutura de poder. Mas a necessidade de financiamento para expansão da organização, a fim de tornar-se mais eficaz e eficiente, e os custos elevados no país para empréstimos bancários têm levado diversas organizações a abrirem suas empresas. Até o mês de março de 2008, a Bovespa contava com a participação de 451 empresas em seus negócios, contra 405 empresas listadas no mesmo mês em 2007, conforme Bovespa (2008).

Para Casagrande Neto (1989, p.54) a decisão de abertura de capital está diretamente relacionada à decisão de investimento e financiamento da companhia: “enquanto a decisão de investimento determina o risco empresarial de uma firma, a decisão de financiamento define seu risco financeiro, que vai desde a variabilidade do lucro até a situação de insolvência”. A recente conjuntura política e econômica do Brasil tem atraído novas organizações à Bovespa.

A gradual queda de juros na economia, a melhora da classificação de risco do País nas principais agências de *rating* do mundo, a baixa taxa de inflação - que facilita planos de longo prazo, o grande volume de recursos disponíveis em fundos institucionais e o crescimento da economia, após a crise de 1999, são incentivos fortes para a abertura de capital (FAMÁ e RIBEIRO NETO, 2001, p.32).

A lei nº 6.404/76, conhecida por Lei das Sociedades Anônimas, permite o controle das empresas com apenas 25% do capital. Essa lei estabelece que para cada ação ordinária, a

empresa pode emitir até uma ação preferencial sem direito a voto. Desta maneira, o capital social pode ser dividido em 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais. Como apenas as ordinárias têm direito a voto, com metade de 50% do capital mais uma ação, é possível o controle da empresa, conforme apresenta Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005).

Conforme Cordeiro Filho (1981) os principais aspectos fiscais referentes ao pagamento de dividendos – ou seja, do retorno aos acionistas conforme o lucro da organização – são que os mesmos não são dedutíveis como despesas, pela jurídica. Antes de sua destinação, os dividendos são tributados como lucro da pessoa jurídica e, ao serem distribuídos, existe a tributação em cima do acionista com retenção na fonte.

Ainda segundo o autor, a abertura de capital no mercado de ações apresenta um conjunto de vantagens e desvantagens, que deverão ser ponderados pelos administradores a fim de determinar a melhor solução para a organização. As instituições financeiras, como intermediárias entre os mantenedores de poupança e os deficitários (tomadores de empréstimos), ofertam recursos em condições que possibilitem não apenas o atendimento das obrigações para com os poupadores, mas também têm por objetivo gerar lucros para a própria organização, uma vez que são empresas inseridas no mercado capitalista. Assim, os recursos ofertados são de prazo limitado e o pagamento de juros e da dívida são compulsórios, ou seja, mesmo que a organização tomadora de empréstimo estiver sem recursos ela deverá pagar suas obrigações com a financiadora.

Já ao lançar ações no mercado de capitais, os compradores de ações são quem se submetem às condições da empresa que realiza a oferta das ações. Por não haver o *spread* bancário - conforme anteriormente explicado - os custos deste tipo de capital são menores. Mas a grande diferença é por conta que os recursos oriundos da emissão de ações, que somente serão pagos ao investidor da empresa através da distribuição de dividendos e da retenção de lucros que, se bem aplicados, poderão se converter em lucros maiores no futuro. Com isso, se a empresa encontrar-se em dificuldades financeiras, ela não necessariamente pagará seus dividendos, permitindo organizar-se melhor para o próximo período e assim retomar os recursos aos investidores. O quadro 3 apresenta de maneira sucinta as vantagens e desvantagens de abertura de capital:

Vantagens	Desvantagens
Ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento	Divulgar informações
Maior flexibilidade estratégica – liquidez patrimonial	Distribuir dividendos a acionistas
Imagem institucional – maior exposição ao mercado	Novos acionistas influenciam decisões estratégicas
Reestruturação societária	Acréscimo nos custos administrativos, auditores, demonstrações financeiras, etc
Gestão profissional	
Relacionamento com funcionários	

Quadro 3 – Vantagens e desvantagens da abertura de capital

Fonte: Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005)

Segundo Leal (2003), entre as principais vantagens da abertura estão o custo de capital mais baixo e mais acesso a financiamentos. Entre as desvantagens, há a discriminação tributária em relação a empresas fechadas, o custo de se manter uma empresa com o capital aberto e os custos de emissão, tanto diretos quanto indiretos. Os custos para emitir e manter uma empresa como capital aberto são relevantes, uma vez que se faz necessária a contratação de uma auditoria externa, criação de departamento para relações com investidores, entre outros.

2.5. Governança corporativa e novo mercado

O mercado de capitais brasileiro enfrentava uma série de dúvidas, dificuldades, instabilidade na década de 1990. As palavras de ordem neste ambiente eram falta de transparência, abuso de poder, entre outros. Segundo Azevedo (2008, p. 5) o “ambiente inóspito desafiava os defensores da transparência, da equidade e da prestação de contas”. Sócios minoritários eram comumente ignorados pelos sócios proprietários, indo contra os princípios básicos necessários para o bom funcionamento do sistema. Essa situação criou pressão sobre o governo e outros agentes, obrigando mudanças nas regras do mercado de capitais.

Visando eliminar o confronto entre sócios, permitir maior igualdade entre os sócios e também com o mercado, os agentes responsáveis adotaram medidas que tornassem a relação entre investidor e companhia mais sadia. Inspirada no modelo alemão de Boas Práticas de

Mercado – o Neuer Market, lançado em 1997 – adotou-se um modelo mais rígido, com maiores exigências de governança. Em 11 de dezembro de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo lançou a versão brasileira do Novo Mercado, juntamente com os níveis 1 e 2 de Governança Corporativa.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2008) Governança Corporativa é um sistema pelo qual as sociedades de capita aberto – sociedades por ações - são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa objetivam aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Para Fiore (2006, p.18, apud Lethbridge), a “reestruturação societária e administrativa das empresas torna necessária a institucionalização de mecanismos para reaproximar investidores e gestores, o que tem sido tratado no âmbito do conceito de Governança Corporativa”. A Governança Corporativa é um conjunto de instituições e regulamentos que rege o relacionamento dos administradores da organização da empresa participante com seus acionistas e todos aqueles com o qual a administração deve prestar contas. O diagrama 4 a seguir representa a evolução das exigências em cada nível:

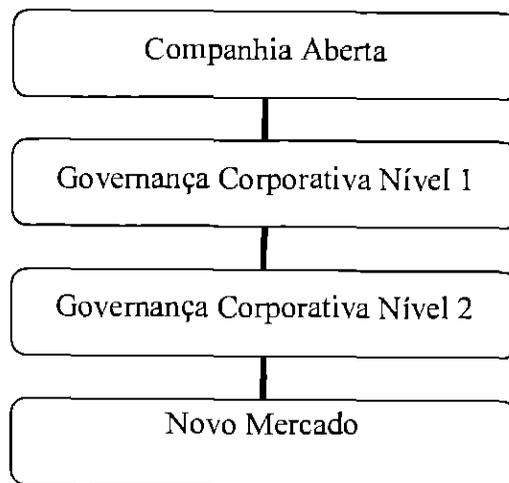


Diagrama 4: Governança Corporativa e o Novo Mercado
Fonte: Adaptado de Bovespa (2008)

Segundo Bovespa (2008), a empresa que opta em abrir seu capital sem necessariamente participar de nenhum dos níveis diferenciados é classificada como companhia aberta, devendo obedecer aquilo exigido em lei. Já os níveis diferenciados têm

novas regras além do previsto em lei, sendo que as exigências do Nível 2 são maiores que a do Nível 1, o Novo Mercado – por sua vez – adota exigências ainda maiores que a do Nível 2.

A diferença fundamental entre o Novo Mercado e os níveis diferenciados de Governança Corporativa está na negociação ou não de ações na bolsa de valores. O Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa, 2008). Desta maneira, os diferenciados níveis de Governança Corporativa servem como forma de adaptação gradativa das companhias que já possuem ações dispostas no mercado para que atinjam o nível máximo, ou seja, o Novo Mercado.

No campo histórico, o termo Governança Corporativa foi criado na década de 1990, nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, com a finalidade de definir regras que regem o relacionamento dentro de uma companhia dos interesses de acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores (Garcia, 2005). No Brasil, a Governança Corporativa foi implantada em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo, contando com 2 níveis diferenciados e também o termo Novo Mercado, conforme Aguiar, Corrar e Batistella (2004).

A premissa básica de Governança Corporativa é que a adoção de boas práticas determinadas em seu conjunto de regras pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, conseqüentemente, esta reflete nos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação (Bovespa, 2008). A Governança Corporativa tem como seus princípios, conforme Fiore (apud IBGC, 2006) quatro pontos básicos:

- a) transparência: relacionado não somente ao fornecimento de dados e informações contábeis, mas também publicação de diversas informações que permitam o estreitamento da relação entre organização e investidor;
- b) equidade: trata da igualdade de fornecimento de informações para todo o mercado e sociedade indistintamente, especialmente entre sócios minoritários e majoritários, com ou sem poder de voto na companhia;
- c) prestação de contas: toda pessoa envolvida com o desenvolvimento de atividades da organização precisará prestar contas dos assuntos sob sua responsabilidade, fornecendo informações claras, reais e completas; e

d) responsabilidade corporativa: a organização tem a obrigação de buscar sua sustentabilidade e perenidade, ou seja, sua sobrevivência no mercado com respeito da administração à sociedade, meio ambiente e todos aqueles possuem relação com ela.

A adoção de Governança Corporativa – em qualquer um de seus níveis – ou de Novo Mercado apresenta diversas vantagens para a empresa e para os investidores, conforme apresenta Aguiar, Corrar e Batistella (2004). No lado das organizações, as principais melhorias que ocorrem são melhoria da imagem institucional, maior visibilidade, maior demanda pelas ações e valorização das ações e menor custo de capital, uma vez que os dados e informações da empresa são disponibilizados atendendo os princípios da governança. Para os investidores, a Governança Corporativa e o Novo Mercado possibilitam maior precisão na precificação das ações, melhoria do processo de acompanhamento e fiscalização, maior segurança quanto aos seus direitos societários, redução de risco para o país, canalização de mais poupança para a capitalização das companhias, investimentos mais seguros e diversificados, empresas mais fortes e competitivas e dinamização da economia.

Conforme Bovespa (2008), a adesão das companhias a um dos dois níveis depende do grau de compromisso que a organização aceita. Este compromisso é formalizado por meio de um contrato assinado entre diversas partes: a Bovespa, organização que deseja participar da Governança Corporativa, os administradores da empresa, conselheiros fiscais e controladores. Uma vez assinado o contrato por todos os envolvidos, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem específico do segmento de atuação da organização que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas Companhias listadas naquele segmento, além de, no caso das Companhias Nível 2, adotar a arbitragem para solução de eventuais conflitos societários.

Empresas listadas nesses segmentos oferecem, então, aos seus investidores melhorias nas práticas de Governança Corporativa, ampliando os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das empresas, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de seu desempenho.

2.5.1. NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os níveis diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de

negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Para o primeiro nível de Governança Corporativa, as organizações se comprometem com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Conforme Fiore (2006, p.36), o primeiro estágio de transição para o Novo Mercado “se refere ao fato de que o percentual de ações emitidas que deve permanecer em circulação é de, no mínimo 25% do capital social da empresa.” Esta afirmação vai de encontro a um dos princípios do primeiro nível de Governança Corporativa, o de dispersão acionária. Por dificuldades de atingir esta prática de 25% do capital social, esta meta passou a ser na verdade um objetivo com prazo definido em negociação com a Bovespa (Fiore, 2006).

A companhia aberta listada no Nível tem novas obrigações, além daquelas da legislação e do estatuto da companhia, conforme apresenta Bovespa (2008):

- a) melhoria nas informações prestadas, adicionando às informações trimestrais (ITRS) – disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- b) melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às demonstrações financeiras padronizadas (DFPS) – disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;
- c) melhoria nas informações prestadas, adicionando às informações anuais (IANS) – disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- d) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- e) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc;
- f) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- g) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores

- h) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia; e
- i) quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Resumidamente, as exigências para participação da organização no nível 1 de Governança Corporativa são, segundo Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005, p.108): “Adoção de mecanismos que favoreçam, na oferta pública, a dispersão acionária; manutenção de um percentual mínimo de 25% das ações em poder do público; cumprimento de regras de *disclosure* e melhoria nas informações prestadas trimestralmente”. Aguiar, Corrar e Batistella (2004, p. 338) ressaltam outro ponto de grande relevância “não deve haver partes beneficiárias em circulação. Tal impedimento está de acordo com a Lei nº 10.303/2001, que proíbe às Sociedades Anônimas de capital aberto a emissão de partes beneficiárias”.

2.5.2. NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários (GARCIA, 2005, p.28). Para atingir este nível, a organização precisa negociar suas ações em bolsa de valores, ou seja, ela primeiramente precisa ser uma companhia aberta e aplicar as regras definidas para Governança Corporativa Nível 1. Porém a organização não precisa necessariamente obter a classificação de Nível 1 antes de assumir o Nível 2 ou atingir o Novo Mercado, é necessário somente adotar as regras estabelecidas em cada nível.

Atingidos os pré-requisitos de Nível 1, para ser aceito como Governança Corporativa Nível 2 novas exigências são feitas, conforme descrição de Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005, p.108):

- a) publicação anual seguindo as normas do US GAAP ou IASC GAAP;
- b) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;
- c) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia

e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;

d) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro no nível 2; e

e) adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários.

Batistella, Corrar e Aguiar (2004) ressaltam os objetivos do Nível 2 de Governança Corporativa, que busca oferecer ao acionista minoritário direitos adicionais como forma de incentivar uma maior participação de novos pequenos investidores, o que contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais.

2.5.3. NOVO MERCADO

O Novo Mercado, que foi inaugurado no dia 01 de fevereiro de 2002, é considerado o nível máximo de Governança Corporativa, ou seja, para poder aderir ao Novo Mercado todos os pré-requisitos dos dois níveis de Governança são necessários. Após cumprir todos os itens requeridos, a organização precisará completar os requisitos da modalidade. Segundo Fiore (2006, p.39) a empresa precisará “ter seu capital dividido somente em ações ordinárias, ou seja, a completa eliminação das ações preferenciais, seguindo o princípio básico genérico “*One Share, One Vote*” (uma ação, um voto)”.

O Novo Mercado atende pela premissa básica de valorização e liquidez das ações através da influência positiva fornecida pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias (Bovespa, 2008). A participação neste segmento ocorre através da assinatura de contrato que implica na adesão de novas regras sejam adotadas, além do previsto em lei e nos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa.

Neste seguimento não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. “Toda empresa que implemente as boas práticas de Governança Corporativa fixadas no Regulamento de Listagem pode ter suas ações negociadas nesse segmento” (Bovespa, 2008). O Novo Mercado visa principalmente empresas que venham a abrir seu capital, mas todas as empresas listadas na Bovespa que tenham somente ações ordinárias – ou que possam converter ações preferenciais e ordinárias – também podem entrar neste segmento.

Assim como acontece no processo de adesão aos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa, “o enquadramento no Novo Mercado também deve partir de uma motivação por parte da empresa, seus administradores e acionista controlador, para que seja celebrado o Contrato de Participação no Novo Mercado junto à Bovespa”, conforme apresenta Batistella, Corrar e Aguiar (2004, p.338).

3. METODOLOGIA

A metodologia, conforme apresentado por Demo (1985) é a forma de se realizar ciência, observando-se as ferramentas utilizadas, procedimentos adotados e quais são os caminhos a serem adotados. Concordando com o autor anteriormente citado, Bello (2004) explica sucintamente que a metodologia é a explicação do tipo de pesquisa, do instrumental, do tempo previsto, da equipe de pesquisadores e da divisão do trabalho, das formas de tabulação e tratamento dos dados, enfim, de tudo aquilo que se utilizou no trabalho de pesquisa.

Este capítulo apresenta o tipo de pesquisa e métodos utilizados por este estudo para atingir seus objetivos, bem como as dificuldades e barreiras encontradas no processo de busca de informações acuradas que reflita a realidade da organização brasileira no mercado de capitais nacional, especialmente aquela em foco neste estudo.

3.1. Tipos de pesquisa

Segundo Mattar (1999, p. 76), as pesquisas podem ser classificadas como exploratória, descritiva ou causal. A pesquisa exploratória pode ser definida como:

Visa prover o pesquisador de um maior conhecimento sobre o tema ou problema de pesquisa em perspectiva. Por isso, é apropriada para os primeiros estágios da investigação quando a familiaridade, o conhecimento e a compreensão do fenômeno por parte do pesquisador são, geralmente, insuficientes ou inexistentes (MATTAR, 1999, P. 80).

A pesquisa descritiva, por sua vez, são aquelas que possuem objetivos bem definidos, procedimentos formais, bem estruturadas e buscam a solução de problemas ou avaliação de alternativas de cursos de ação, sem interferência do pesquisador. Por fim, as pesquisas causais são aquelas em que se estuda o efeito da variação de um fator sobre outro, auferindo o resultado como da mudança de uma variável por efeito de outra como verdadeiro, parcial ou inexistente.

Esta investigação pode ser caracterizada como descritiva uma vez que busca analisar como a organização se insere no mercado de capitais, sem qualquer tipo de interferência por parte do pesquisador, assim como a organização se utiliza deste ramo do sistema financeiro para captar recursos a fim de realizar novos investimentos.

Ainda é possível classificar este como um estudo de caso que, conforme Godoy (1995), uma pesquisa é classificada como estudo de caso quando se busca analisar profundamente uma unidade, realizando um exame de uma organização, situação ou mesmo de uma pessoa. Por se tratar de um exame com foco na Celesc em relação a sua participação no mercado de capitais, a classificação de estudo de caso é pertinente com aquilo que se é observado na teoria.

3.2. Fontes de pesquisa

Segundo Coopers & Lybrand (1996), existem quatro formas básicas de coleta de informações, que estão listadas a seguir:

- a) entrevistas: onde o foco é junto aos acionistas, donos, diretor e executivos, clientes e fornecedores importantes, líderes sindicais, e outros atores organizacionais que julguem interessante buscando respostas sobre os aspectos essenciais referentes ao projeto em questão. As entrevistas podem ser estruturadas – onde há um roteiro previamente elaborado; sem estruturação, onde há apenas o tema da pesquisa e aspectos são levantados durante a conversa e semi-estruturada, com algumas questões previamente formuladas e com grande abertura para novas questões;
- b) questionários: são elaborados comumente com perguntas fechadas que são mais facilmente tabuladas e abertas que trazem mais riqueza de detalhes para o pesquisador, sendo a combinação dos dois o gênero mais comum desta ferramenta;
- c) observação: compreende visitas ao ambiente da empresa onde se deve analisar desde a instalação física até os aspectos comportamentais, sendo este último o componente mais revelador da cultura organizacional; e
- d) análise documental: utilizado para obtenção de dados numéricos bem como informações qualitativas como, por exemplo, missão e direcionamento estratégico.

Neste estudo o método de análise documental é a principal forma de obtenção de informações essenciais à consecução dos objetivos, uma vez que a organização estudada enquadra-se no nível 2 de Governança Corporativa, disponibilizando relatórios periódicos para acionistas e a sociedade, com os mais variados dados exigidos de uma companhia aberta. Entre os documentos pesquisados destacam-se os relatórios trimestrais de desempenho financeiro elaborados pela organização, relatório anual apresentando o panorama do ano em

relação a crescimento, número de clientes, desempenho financeiro, prêmios, participação no mercado de capitais, entre outros. Utilizaram-se, ainda, revistas e *sites* especializados no assunto, contendo avaliações dos resultados da Celesc e expectativas para o futuro.

A utilização de entrevistas semi-estruturada e sem estruturação com o diretor do Departamento de Relações de Mercado, Aldo Schuhmacher, também provém informações claras e importantes a este estudo, especialmente ao prover uma visão interna da organização. Através da adoção de um modelo semi-estruturado a entrevista em contato direto permitiu uma abertura maior em relação ao tema, enquanto a entrevista sem estruturação decorreu de dúvidas pontuais que surgiram ao longo de outras conversas através de correio eletrônico e telefone.

3.3. Métodos de análise

No que tange à natureza das variáveis estudadas, elas podem ser classificadas conforme variável quantitativa e qualitativa. Os dados e informações coletados podem ser agrupados em dois grupos distintos, conforme Neves (1996). Estes grupos são qualitativos, visualização do contexto, permitindo melhor compreensão do contexto, e quantitativos, dados numéricos que indicam quantidades, percentuais ou valores que expressem uma condição. A variável qualitativa é um método descritivo de caso, tipicamente com amostras reduzidas e com o foco na profundidade da pesquisa e suas realizações são qualidades dos elementos pesquisados, segundo apresenta Reis e Lino (2005). Já as variáveis quantitativas os dados têm caráter numéricos e a pesquisa deste tipo de dado busca quantificar opiniões e dados em formas de coletas, valendo-se de técnicas de estatística como média, mediana e moda, conforme apresenta Domingues, Heubel e Abel (2003).

Esta pesquisa classifica-se principalmente como quantitativa, uma vez que utiliza dos mais diversos dados financeiros e econômicos publicados em jornais e também em sites especializados. O estudo também utiliza de informações qualitativas obtidas através de entrevistas, cujo foco se deu em expectativas da organização em estudo ao se tratar da crise atual e as perspectivas para o futuro.

Enfim, este estudo é caracterizado como *ad-hoc*, ou seja, na dimensão de tempo ele é ocasional, uma vez que será realizado uma única vez e com conseqüente apresentação dos dados que retratam somente este período de tempo. Já em relação ao controle sobre as

variáveis estudadas, a pesquisa classifica-se como *ex-post facto*, uma vez que se busca compreender a existência da relação de eventos já ocorridos.

3.4. Trajetória da pesquisa

O projeto de pesquisa, iniciado em março de 2008, teve como foco inicial delimitar os objetivos do estudo. Definido este aspecto, buscou-se analisar a correspondência entre o estudo e sua importância, viabilidade e oportunidade, com a finalidade de evitar futuras frustrações em relação ao tema. A etapa seguinte constituiu em buscar uma fundamentação teórica que embasasse o tema abordado e permitisse a construção do conhecimento por parte do acadêmico. O terceiro capítulo abordado é o de metodologia, cujo intuito é instigar o planejamento de ferramentas e tipos de pesquisa, cronogramas, fontes de dados e análise, relatando também as etapas e limitações do estudo. Os três capítulos iniciais foram tecidos ao longo do primeiro semestre de 2008, entre os meses de março e julho, mas sempre realizando correções onde fosse necessário em qualquer momento no processo de elaboração do estudo.

A etapa de caracterização da organização, análise de dados e considerações finais foi iniciada em agosto de 2008, com conclusão em novembro do mesmo ano. Durante esse período foi realizada intensa utilização de documentos elaborados pelas Centrais Elétricas de Santa Catarina para levantamento de dados atuais e foco deste estudo. Inicialmente as informações financeiras, por serem de uma companhia de capital aberto, estão publicadas na página virtual, além de serem dispostas em diversos veículos de comunicação, facilitando o acesso aos dados básicos para o atendimento dos objetivos propostos neste estudo.

Realizou-se também uma entrevista semi-estruturada com o diretor do departamento de relações com os investidores, Sr. Aldo Schuhmacher. Esta entrevista buscou levantar informações relevantes de investimentos da Celesc, perspectivas para 2009 e a percepção da organização perante a atual crise de crédito internacional.

Uma das dificuldades encontradas para a realização deste trabalho refere-se à busca de dados mais antigos, que remetem à década passada. Porém, esta barreira foi superada através de uma pesquisa mais profunda em mídia eletrônica e impressa. Outra limitação – que desta vez mostrou-se intransponível – é referente ao fundo de investimentos em direitos creditórios, uma vez que não se deu a devida abertura quanto a sua utilização nos próximos anos.

4. DISCUSSÃO E ANÁLISE

O quarto capítulo deste estudo consiste na caracterização e análise das Centrais Elétricas de Santa Catarina, situando a organização desde sua criação até os dias atuais, bem como analisar como a companhia atua no mercado de capitais brasileiro e também internacional.

4.1. Apresentação da organização

Criada em 09 de dezembro de 1955 pelo Decreto Estadual Nº 22, assinado pelo então governador Irineu Bornhausen, as Centrais Elétricas de Santa Catarina (Celesc) iniciam sua atuação no Estado de Santa Catarina. O sistema elétrico do Estado estava – até então - disperso em pequenos e médios sistemas elétricos regionalizados, de caráter privado. Este tipo de sistema estava mostrando-se insuficiente para atender as novas demandas de mercado, impulsionadas pelo ciclo desenvolvimentista de Juscelino Kubitschek. Por esta razão, o Governo do Estado de Santa Catarina decidiu atuar na infra-estrutura básica do Estado, sendo a Celesc uma das ferramentas de atuação.

Inicialmente a organização atuou principalmente como um órgão de planejamento e responsável por repassar recursos públicos às empresas privadas que operavam o sistema elétrico do Estado na época. A partir do momento de sua oficialização, o Estado passou a atuar no Sistema Elétrico Sul-Sudeste, permitindo finalmente uma melhor adequação de energia elétrica ao parque industrial de Santa Catarina.

Com o passar do tempo, a Celesc começou a assumir o controle acionário de diversas geradoras no Estado, dentre elas a Empresa Sul Brasileira de Eletricidade, com sede em Joinville, Força e Luz Videira, Companhia Oeste de Eletricidade, Companhia Serrana de Eletricidade, Companhia Pery de Eletricidade, e Empresa Força e Luz Santa Catarina. Em 1965 a empresa firmou-se definitivamente como sistema elétrico estadual devido a implementação da Linha de Transmissão Tubarão – Lages – Herval D'Oeste – Xanxerê. Desta maneira a Celesc passou a adquirir um papel mais relevante na sociedade catarinense, tendo atualmente sua atuação cobrindo todas as regiões do estado, tornando-se a maior empresa estatal de Santa Catarina.

A Celesc é classificada como empresa de grande porte, segundo classificação formulada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES, 2008).

Esta classificação considera a receita bruta operacional anual, onde uma empresa de grande porte apresenta-a acima de R\$60 milhões por ano. As Centrais Elétricas de Santa Catarina tiveram, em 2007, uma receita bruta operacional de quase R\$5 bilhões naquele período, ou seja, valor muito superior ao limite mínimo estabelecido na classificação.

Outra classificação que se deve destacar em relação à organização objeto de estudo é quanto ao modelo econômico da companhia. Podem ser classificadas como empresa de capital privado, ou seja, quando somente pessoas físicas e/ou jurídicas detêm o total do capital social de uma organização; empresa de economia mista, quando há a presença de capital privado e também do Estado; e empresa pública, quando há somente capital do Estado (Wikipédia, 2008). Assim, a Celesc é classificada como empresa de economia mista, uma vez que, desde a entrada da empresa na bolsa de valores, há a participação de capital privado e também do Estado de Santa Catarina.

Em 1973 a empresa ingressou no mercado de capitais, negociando ações na Bolsa de Valores de São Paulo. Em 2002 a Celesc tornou-se a primeira empresa brasileira a aderir ao Nível 2 de Governança Corporativa da BOVESPA, conquistado através do atual modelo de gestão por resultados e orientado para o mercado, mesmo sendo uma companhia estatal. Este modelo de gestão consolidou-se em 2003 através de uma série de medidas tomadas anteriormente, como o saneamento de suas dívidas, alterações no Estatuto Social, Acordo de Acionistas e na composição do Conselho de Administração.

Atualmente as Centrais Elétricas de Santa Catarina é uma *holding*, conforme mostra o diagrama 5:

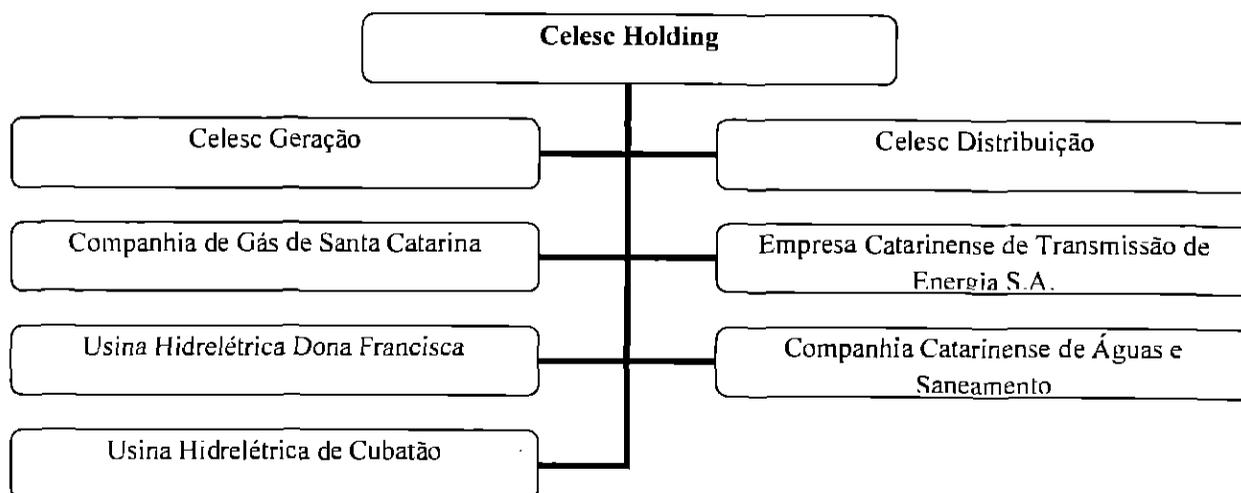


Diagrama 5: Estrutura societária Celesc Holding
 Fonte: Celesc (2008)

A Celesc Holding, a parte da organização que tem suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, detém 100% do capital das empresas Celesc Geração e Celesc Distribuição. A organização detém, ainda, 40% do capital da Usina Hidrelétrica de Cubatão, 23,03% Usina Hidrelétrica Dona Francisca, 20% da Empresa Catarinense de Transmissão de Energia S.A., 16,40% da Companhia Catarinense de Águas e Saneamento (CASAN) e 17% da Companhia de Gás de Santa Catarina (SCGÁS).

A organização tem como missão atuar de forma rentável no mercado de energia, serviços e segmentos de infra-estrutura afins, promovendo a satisfação de clientes, acionistas e empregados, contribuindo para o desenvolvimento sustentável da sociedade. Sua visão consiste em ser a melhor empresa nos seus negócios, reconhecida por seus resultados, mantendo-se pública e competitiva. Os valores definidos pela Celesc são:

- a) satisfação dos clientes, acionistas, empregados e fornecedores;
- b) confiabilidade junto a todos os públicos com os quais a empresa se relaciona;
- c) qualidade dos processos e resultados;
- d) ética, transparência e profissionalismo;
- e) responsabilidade social e ambiental; e
- f) segurança e qualidade de vida.

A missão, visão e valores da empresa permeiam todos os processos da mesma, orientando cada processo necessário para concretização dos objetivos organizacionais. O reflexo destas atitudes podem ser comprovadas através dos mais diversos prêmios que a organização já recebeu. Em 2008 a organização recebeu – até o presente momento – os prêmios Índice Anel de Satisfação do Cliente (Junho) e Associação Brasileira de Distribuidoras de Energia Elétrica (Julho). O primeiro consiste na classificação de melhor distribuidora do país segundo avaliação dos clientes na região sul do Brasil, enquanto o segundo prêmio (sendo este ganho pela 3ª vez consecutiva) também é com base na avaliação do cliente, desta vez em nível nacional.

A organização tem conquistado também novos clientes, especialmente devido ao programa Luz para Todos iniciado em 2004 pelo Governo Federal do Brasil. Em Santa Catarina, a meta é realizar mais de 15 mil novas ligações até 2010, com investimentos de R\$26,04 milhões, conforme Governo Federal (2008). Os primeiros resultados já começam a aparecer, demonstrando uma evolução no número de consumidores, como pode ser visto no gráfico 1.

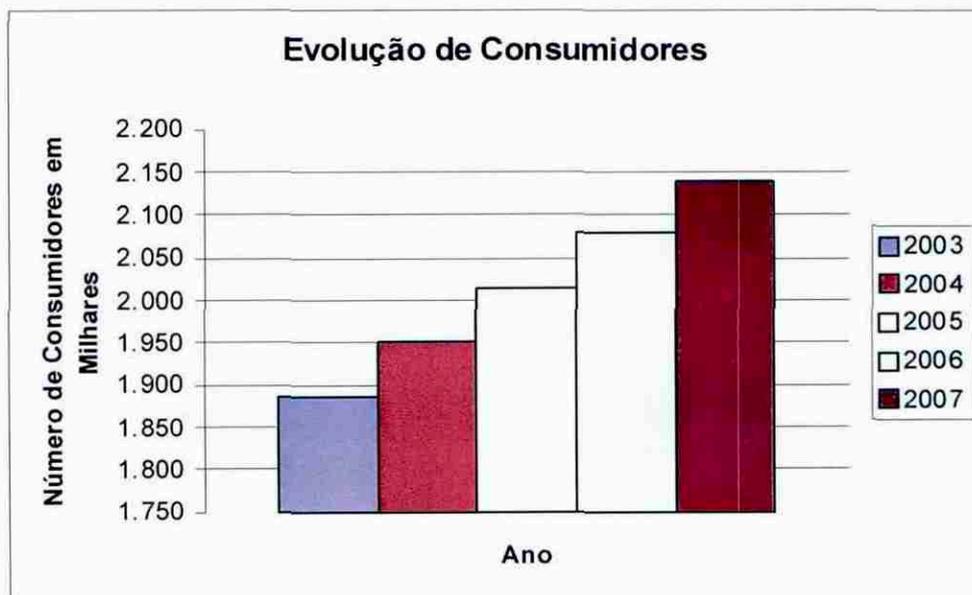


Gráfico 1 – Evolução no número de consumidores
Fonte: Adaptado de Celesc (2008)

Somente no Programa de Aceleração do Crescimento estão previstos investimentos de R\$78,2 bilhões até 2011. Os programas mais recentes, que buscam incentivar investimentos em produção e distribuição de energia no país, decorrem da forte expansão econômica dos últimos anos e também da projeção para a próxima década, a qual indica que a atual capacidade instalada em conjunto com os níveis de investimento planejados antes dos programas, haveria déficit de energia elétrica em 2012.

Sendo assim as organizações classificadas na área de utilidade pública – energia elétrica, necessitam buscar alternativas de investimentos para que atendam as demandas dos consumidores. Para tanto, as organizações têm buscado a reaplicação de recursos obtidos em seus exercícios, participação em programas públicos de investimento, obtenção de recursos no mercado financeiro nacional e internacional, além da crescente participação no mercado brasileiro de ações.

4.2. Panorama de 2007

O ano de 2007 já é visto por muitos especialistas como um ano histórico para o Brasil. O forte desempenho econômico, com expansão de 5,4% do Produto Interno Bruto (PIB) do país, foi impulsionado pelo crescimento do consumo interno, ou seja, pela soma das compras da União, empresas e famílias brasileiras. Este último foi o maior responsável pelo

crescimento do PIB brasileiro, com um aumento de 6,5% em comparação a 2006. Já a expansão industrial contribui com um crescimento de 6%, sendo este o setor que mais demanda energia elétrica.

Em razão da expansão vivenciada naquele ano, o setor de energia elétrica do Brasil também cresceu 5,4% atingindo o patamar de 376,9 TWh (terawatt/hora). Já a energia elétrica comercializada pela Celesc apresentou um crescimento superior à média nacional, de 6,1%, totalizando 16.819 gigawatts/hora. O gráfico 2 a seguir apresenta o quanto cada setor da sociedade catarinense consumiu de energia elétrica em 2007:

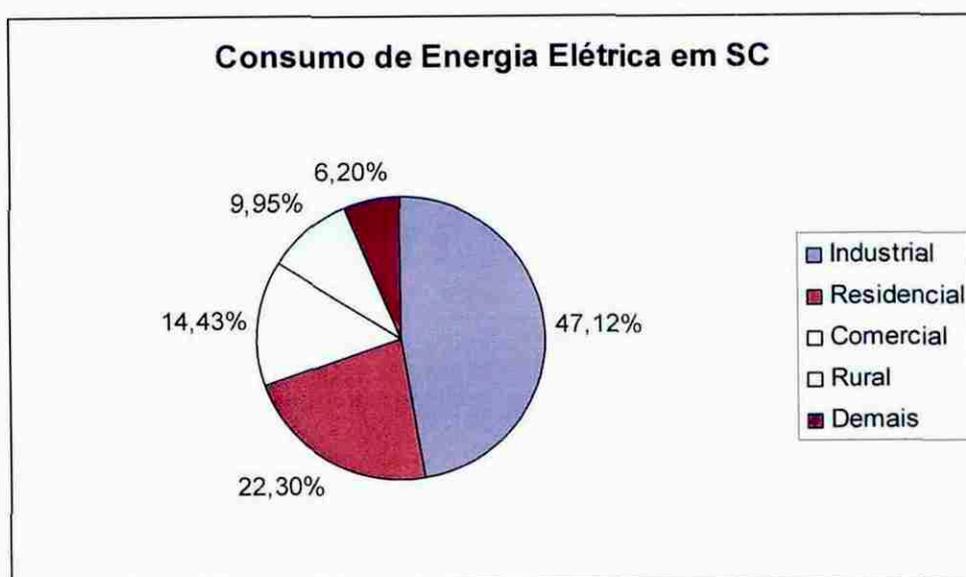


Gráfico 2 – Distribuição do consumo de energia elétrica em Santa Catarina
 Fonte: Adaptado de Celesc (2008)

O setor que apresenta maior parcela no consumo de energia elétrica em Santa Catarina é o industrial, consumindo um pouco mais de 47% do total, somando 7.925 gigawatts/hora, tendo em seguida o consumo residencial com 22,30% ou 3.751 gigawatts/hora. Os segmentos comercial (14,43% ou 2.427GWh), rural (9,95% ou 1.673GWh) e demais (6,20% ou 1.043GWh) somados representam 30,58% do consumo total no estado.

Já o consumo industrial e residencial somados possui 69,42% do total de energia elétrica utilizada em Santa Catarina, sendo estes justamente os itens de maior crescimento de consumo em 2007, o que implica na necessidade de uma grande ampliação de geração de energia no estado. É nesse ponto que o Programa de Aceleração de Crescimento, criado pelo

Governo Federal do Brasil, busca aplicar recursos no país inteiro da ordem de R\$274,8 bilhões até 2012.

As Centrais Elétricas de Santa Catarina têm previsto, para 2008, um investimento total de R\$378,3 milhões no estado. Deste valor R\$291,00 milhões serão destinados para investimentos em distribuição, objetivando a melhoria dos níveis de qualidade do serviço prestado, especialmente no que tange os sistemas de alta e média tensão através da construção de novas subestações, linhas e conexões com a rede básica. Outros R\$49,00 milhões estão programados para instalações gerais, como aquisição de veículos para a *holding*, edificação, sistemas de informação e outros. Os R\$38,3 milhões restantes – aproximadamente 10% do volume total de investimentos – serão destinados à geração de energia elétrica, investindo na repotencialização e ampliação de 12 pequenas centrais hidrelétricas e em outras fontes de energia elétrica, como a eólica e térmica.

4.3. Desempenho Econômico Financeiro

O ano de 2007 foi marcado como um ano de forte crescimento econômico no Brasil. Este fato reflete diretamente no resultado operacional da organização em estudo, que soube aproveitar as oportunidades que o ano trouxe ao país. A tabela 1 apresenta resumidamente a Demonstração de Resultados do Exercício finalizado em 31 de dezembro de 2007:

TABELA 1 – Demonstração de Resultados do Exercício

Demonstração de Resultados do Exercício - 31/12/2007 – Em R\$ milhares		
	2007	2006
Receita Operacional Bruta	4.982.946,00	4.654.097,00
Fornecimento de Energia Elétrica	4.537.288,00	4.345.560,00
Fornecimento de Gás Natural	116.309,00	0,00
Disponibilização da Rede Elétrica	172.067,00	133.136,00
Outros	157.282,00	175.401,00
Deduções da Receita Operacional	1.816.146,00	1.786.217,00
ICMS/PIS/COFINS	1.426.350,00	1.363.315,00
Outros	389.796,00	422.902,00
Receita Operacional Líquida	3.166.800,00	2.867.880,00
Custo de Serviço de Energia Elétrica	2.276.764,00	2.106.329,00
Custo com Energia Elétrica	1.911.685,00	1.751.810,00
Custo de Operações	362.907,00	337.894,00
Lucro Operacional Bruto	890.036,00	761.551,00
Despesas Operacionais	526.629,00	557.956,00
Resultado do Serviço	363.407,00	203.595,00
Receitas/Despesas Financeiras	-68.041,00	-251,00
Resultado de Equivalência Patrimonial	3.654,00	0,00
Resultado Operacional	299.020,00	203.344,00
Receita/Despesa Não Operacional	100.584,00	30.039,00
Lucro antes do IR e CS	399.604,00	233.383,00
Provisão para IR e CS	164.977,00	87.653,00
IR e CS Diferidos	52.441,00	17.916,00
Lucro antes da Reversão de Juros	287.068,00	163.646,00
Reversão de Juros sobre Capital Próprio	70.156,00	50.000,00
Participação de Minoritários	-11.234,00	0,00
Lucro do Exercício	345.990,00	213.646,00

Fonte: Adaptado de Celesc (2008)

A demonstração de resultados do exercício (DRE) de 2007 demonstra a evolução da receita bruta operacional em relação ao período anterior. O volume total em 2007 – de R\$4.983,00 bilhões – é 7,06% maior que o de 2006, ou seja, as entradas totais aumentaram em R\$328.849,00 milhões. O maior aumento em volume bruto foi decorrente do fornecimento de energia elétrica, um acréscimo de R\$191.728,00 milhões, enquanto a receita proveniente de ‘outros’ apresentou redução da ordem de R\$18.119,00 milhões. O gráfico 3 demonstra como cada resultado compõe a receita operacional bruta em 2007:

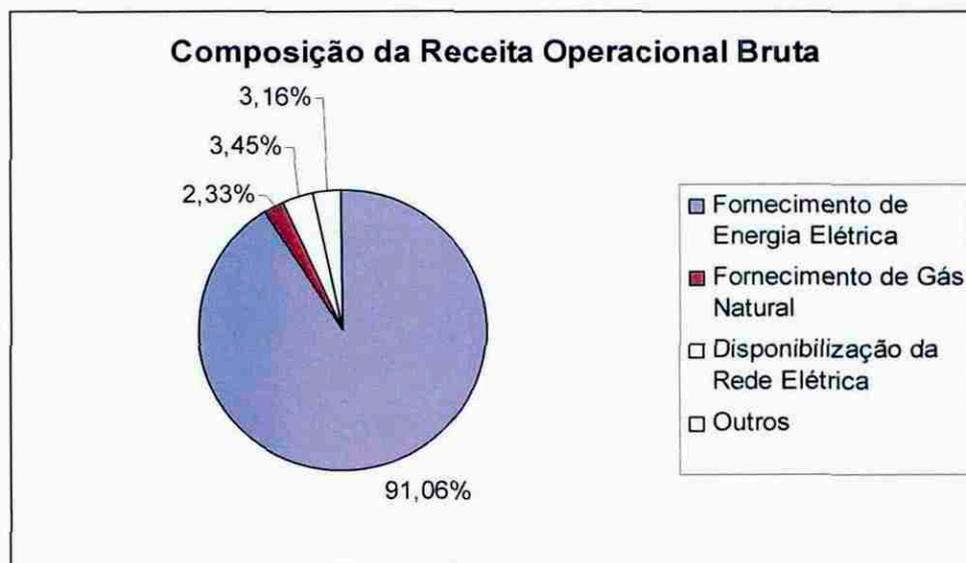


Gráfico 3: Composição da receita operacional bruta
 Fonte: Adaptado de Celesc (2008)

A receita bruta operacional obtida pela Celesc em 2007 é representada por 91,06%, ou seja, R\$4.537.288,00 bilhões pelo fornecimento de energia elétrica – o negócio da organização; 2,33% ou R\$116.309,00 milhões advêm da nova fonte geradora de recursos, a comercialização de gás natural; 3,45% (R\$172.067,00 milhões) da disponibilização da rede elétrica e 3,16% (R\$157.282,00 milhões) advêm de outros, como arrendamento e aluguéis.

Apesar de representar o maior aumento em volume bruto, o fornecimento de energia elétrica apresentou redução na participação percentual da receita operacional bruta, diminuindo sua participação de 93,37% para 91,06%. A principal razão para o ocorrido se dá pela entrada da nova fonte de recursos, o fornecimento de gás natural. Em 2006 as Centrais Elétrica de Santa Catarina ainda não possuíam participação na SCGás, outra estatal de Santa Catarina, que representou 2,33% da receita total em 2007.

O lucro líquido obtido pela organização cresceu 61,9% em 2007 em comparação com 2006, totalizando R\$346 milhões em 2007 contra R\$213,6 milhões em 2006. O gráfico 4 demonstra a evolução do lucro líquido entre estes dois períodos:

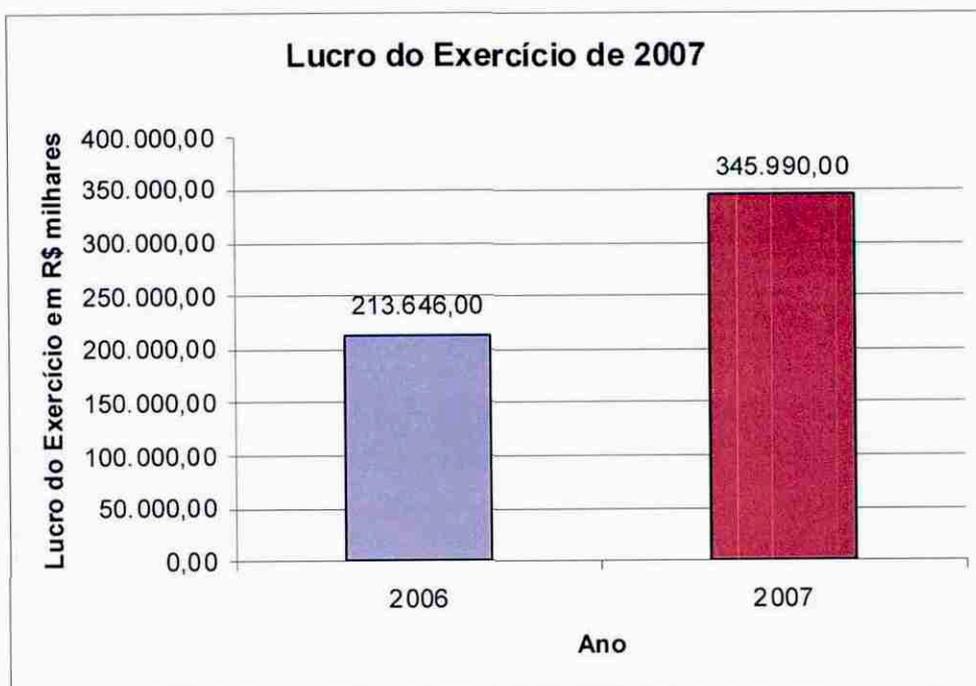


Gráfico 4: Evolução do lucro do exercício em 2007
 Fonte: Adaptado de Celesc (2008)

O resultado obtido é reflexo de uma série de fatores como o crescimento da demanda de energia na área de atuação, retorno à operação de venda de energia gerada em usinas próprias, primeiros resultados da aquisição de parte da empresa SCGás e, principalmente, em razão da venda da participação que a *holding* detinha sobre a Machadinho Energética S.A. no valor total de R\$57,4 milhões, ou seja, 43,35% da diferença entre o lucro em 2007 com 2006 (R\$132,4 milhões).

Com a crescente necessidade de recursos para novos investimentos, com a finalidade de atender a demanda por energia elétrica, as Centrais Elétricas de Santa Catarina têm utilizado outra fonte de recursos: o mercado de capitais brasileiro. Por ser uma empresa de economia mista a situação da Celesc é diferente de diversas outras companhias, que funcionam mesmo sem um sócio majoritário.

4.4. Desempenho no mercado de ações em 2007

O ano de 2007 mostrou-se único para o mercado de capitais do Brasil. A Bolsa de Valores de São Paulo acumulou um crescimento de 43,6%, mesmo com a crise imobiliária dos Estados Unidos da América afetando o segundo trimestre daquele ano. Foi um ano de consolidação do mercado de capitais como alternativa viável de captação de recursos por

parte das empresas, com volumes recordes de realização de negócios e também de participação de investidores individuais, ou seja, pessoa física. Além do mais, havia a forte expectativa que as agências de *rating* internacionais passassem a classificar o Brasil como “Grau de Investimento”, fato este que se concretizou em 2008 por duas grandes agências, a Standard & Poor’s e Fitch, mesmo em meio a uma crise mundial.

O Índice do Setor de Energia Elétrica nacional – IEE - apresentou desempenho inferior ao Índice Bovespa. O IEE cresceu 23,74% contra 43,6% do Ibovespa no mesmo período, sendo que uma das justificativas foi a revisão tarifária no setor que atingiu principalmente as distribuidoras de energia elétrica, como a Celesc Distribuição, o principal negócio da *holding*. Entretanto, mesmo com a revisão tarifária, as Centrais Elétricas de Santa Catarina registrou alta de 24,23%, ligeiramente superior ao do IEE. O gráfico 5 apresenta uma comparação entre estes três índices:

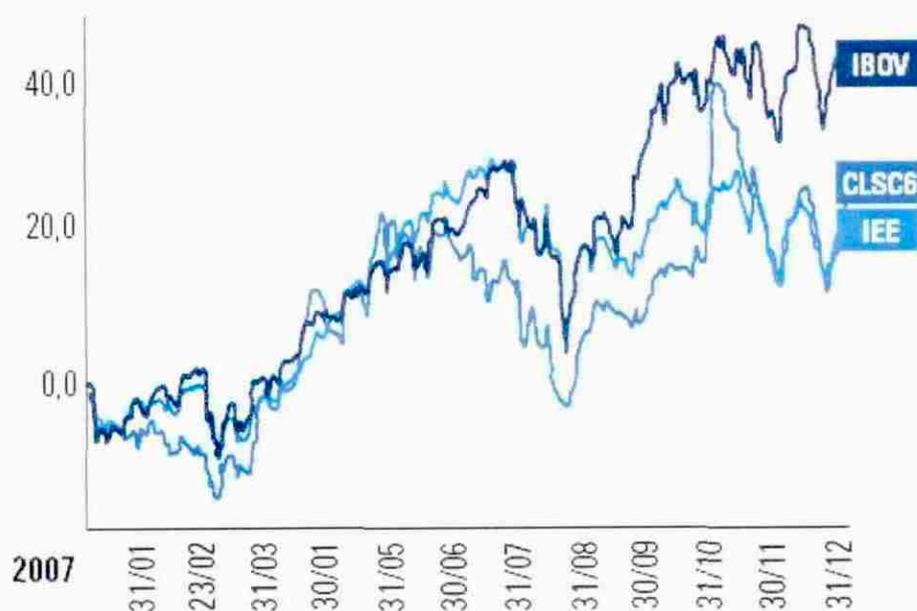


Gráfico 5: Comportamento das ações Celesc e principais índices

Fonte: Celesc (2008)

O gráfico 5 demonstra como os três índices agem ao longo do ano. No primeiro semestre é possível perceber que o Ibovespa e o IEE agem de maneira semelhante enquanto o CLSC6 – abreviatura denominada pela Bolsa de Valores de São Paulo para as ações preferenciais da Celesc - se destaca de ambos, porém de maneira negativa. Uma das razões apontadas é a influência política, que em determinado momento circulavam boatos que o governador de Santa Catarina realizaria algum tipo de intervenção na Celesc, mesmo se tratando de uma participante da Governança Corporativa. Este fato, caso se tornasse realidade,

afastaria a empresa de seu título, prejudicando a imagem da mesma. Passada a fase, mostrou-se que o boato não passou de mera especulação, demonstrando como as Centrais Elétricas de Santa Catarina ainda estão vulneráveis à boatos, rumores e especulações mesmo com sua participação no Nível 2 de Governança Corporativa.

As ações preferenciais da organização fecharam 2007 no valor de R\$42,50 a ação, representando uma alta de 24,23% sobre o mesmo período de 2006. Já as ações ordinárias apresentaram valorização de 57,67% no último negócio de 2007 em relação ao mesmo período do ano anterior, atingindo o valor de R\$55,50 por ação.

O ano de 2007 apresenta-se, desta maneira, um ano excepcional para o mercado de capitais do país. Mercado – no primeiro semestre – pela grande liquidez internacional, as organizações que negociam na Bovespa puderam vislumbrar desta fonte de recursos, expandido principalmente pelos investimentos estrangeiros no Brasil. Foi no segundo semestre de 2007 que a crise imobiliária nos Estados Unidos da América apareceu, porém sem realizar um grande impacto negativo no mercado acionário brasileiro nesse mesmo período. Somente em 2008 que os reflexos da nova crise mundial se tornaram evidentes no país.

4.5. Desempenho no mercado de ações em 2008

Para o primeiro trimestre de 2008 a crise de liquidez internacional se apresenta como um fator de recuo de investidores na Bolsa de Valores de São Paulo, que apresentou uma queda acumulada de 4,57% até o dia 31 de março do mesmo ano. O Índice do Setor de Energia Elétrica seguiu o mesmo caminho, porém com uma queda menos expressiva, recuando 2,57%.

As ações negociadas pela Celesc no primeiro trimestre de 2008 tiveram comportamentos distintos entre si, onde as preferenciais apresentaram alta enquanto as ordinárias tiveram expressiva queda. A primeira valorizou-se 1,65% atingindo o valor de R\$43,20 por ação, ou seja, R\$0,70 a mais que o finalizado em 2007. Já a segunda recuou 24,32% onde o valor de cada ação passou de R\$55,50 no final de 2007 para R\$42,00 em 31 de março de 2008, um recuo expressivo de R\$13,50.

O segundo trimestre foi de recuperação, marcado especialmente pela elevação do país para Grau de Investimento na recomendação da Standard's & Poors em 30 de abril, seguido também pela elevação para Grau de Investimento pela Fitch, em 29 de maio. Este fato

impulsionou a Bovespa no trimestre, mesmo em meio a nova crise de liquidez mundial, atingindo o valor mais alto de sua história: ultrapassando os 73 mil pontos. O trimestre terminou com alta de 6,6%, eliminando o recuo no primeiro semestre e criando um valor positivo de 1,8% até então. Em linha com o bom momento da bolsa brasileira, o índice IEE cresceu 13,7%, também eliminando as perdas do primeiro semestre, acumulando alta de 10,8% no ano.

Assim como o Índice Bovespa e o IEE, as ações das Centrais Elétricas de Santa Catarina também apresentaram forte elevação. Ao contrário do primeiro trimestre do ano, neste segundo período as ações preferenciais e ordinárias apresentaram comportamento semelhante, de elevação. As ações preferenciais acumularam alta de 9,72% no período entre 01 de abril e 30 de junho, alcançando o valor de R\$47,40 por ação ou R\$4,20 a mais que no trimestre anterior. Já as ações ordinárias apresentaram alta ainda mais expressiva, de 14,29%, com cada ação cotada a R\$48,00 ou R\$6,00 a mais por cada unidade. Essa alta, porém, foi capaz de recuperar apenas parte das perdas ocorridas no primeiro trimestre do ano, mostrando valendo R\$7,50 por ação a menos que o finalizado em 2007.

A crise internacional de liquidez se torna mais aguda e evidente no terceiro trimestre do ano. O dia 16 de setembro de 2008 ficou marcado na história do sistema financeiro mundial em razão do pedido de concordata do Banco Lehman Brothers, expondo o crise e como praticamente todos os países estão – mais do que nunca – interligados e interdependentes. O indicador do setor elétrico da Bovespa apresentou recuo no terceiro trimestre de 2008, saindo dos 19.166,32 pontos no segundo trimestre para 16.392,70 pontos no dia 30 de setembro, uma queda de 14,48% no período.

Ao final do terceiro trimestre as ações preferenciais da Celesc já haviam recuado para R\$44,30 a ação, uma queda de 6,54% em relação ao fechamento do trimestre anterior. As ações ordinárias da Celesc foram à direção oposta das preferenciais, apresentando ligeira alta 2,08%, valendo R\$49,00.

Nem mesmo os bons indicadores econômicos do país e a conquista da classificação de Grau de Investimento foram capazes de segurar a queda, apesar de terem atuado como amortecedores sobre o mercado de capitais do Brasil. Esse feito se mostra evidentemente exaurido quando observada a cotação do dia 24 de outubro: a Bolsa de Valores de São Paulo acumula uma queda de 49,73% no ano, enquanto as ações preferenciais da Celesc recuam 25,71% no ano. O gráfico 6 a seguir demonstra o movimento no período de um ano, entre 24 de outubro de 2007 e 24 de outubro de 2008:

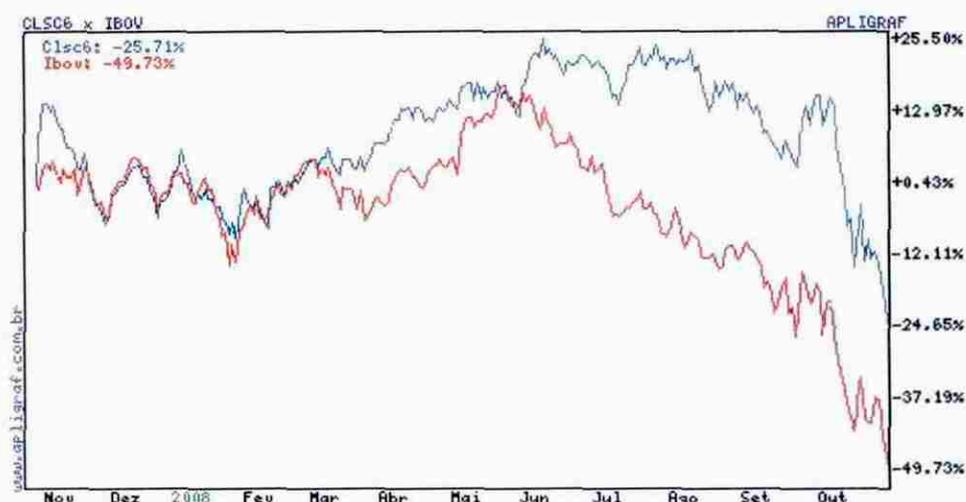


Gráfico 6: A ação preferencial em 24 de outubro de 2008

Fonte: Celesc (2008)

No dia 24 de outubro de 2008 a unidade de ação preferencial (Clsc6) estava cotada a R\$29,20, uma baixa de R\$1,80 em comparação com o pregão do dia anterior. Em 2007 nesse mesmo período a ação valia R\$39,31, uma diferença de R\$10,11 por unidade. Comparando-se com o valor mais alto já alcançado pela Clsc6 – no dia 05 de junho de 2008, que valia R\$49,33 – a diferença é de R\$20,13 por ação preferencial, uma queda de 40,81% em apenas pouco mais que quatro meses de intervalo, em decorrência da crise mundial.

4.6. Governança corporativa e novo mercado

Desenvolvida com o intuito de criar relações mais saudáveis entre cotistas, acionistas e empresas, a Governança Corporativa instituiu regras mais rígidas. Desta maneira buscou-se uma maior transparência e igualdade entre as partes envolvidas, possibilitando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e tornando-o numa fonte segura de captação de recursos.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) desenvolveu em 2002 o Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa, que funcionou como forma de incentivo para diversas organizações participassem de um dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Conforme Rosa (2008) esse programa estabelecia linhas de créditos com diferenciadas taxas de amortização, participação do próprio banco em financiamento e custo de captação. Em contrapartida, o BNDES exigiria a entrada de seus financiados em algum dos níveis diferenciados.

Em 2002 o Estado de Santa Catarina possuía uma dívida com a Celesc no valor de R\$400 milhões. Com o desenvolvimento do programa do BNDES, o Estado fechou acordo com o Governo Federal e com o banco, federalizando sua dívida. O banco – por sua vez – liberaria o mesmo valor devido se a Celesc aderisse a um dos níveis de governança. Desta maneira, em junho de 2002 a organização foi a primeira a aderir ao segmento Nível 2 de Governança Corporativa na Bovespa, através da assinatura do Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa – Nível 2. Para que este fato se tornasse realidade, a Celesc promoveu mudanças em seu Estatuto Social através de uma Assembléia Geral Extraordinária (AGE), com a finalidade de atender os requisitos de participação no nível diferenciado.

A primeira exigência realizada pelo Nível 2 é de publicação dos balanços anuais conforme uma das seguintes regras internacionalmente aceitas: US GAAP ou IASC GAAP. O modelo adotado pela AGE da Celesc foi o US GAAP – padrão estadunidense – que permite maior visibilidade da situação financeira da organização perante investidores estrangeiros, conforme Schneider (2004), então diretor presidente da organização.

A exigência seguinte trata da igualdade de relação entre o acionista detentor de ações ordinárias e o controlador da organização, no momento da venda da organização. Através de um Acordo entre Acionista, definiu-se a criação de outra controladora – além do Estado de Santa Catarina. Esta nova controladora é chamada de Fundação Celesc de Seguridade Social, Celos, que permite a concretização desta exigência, acrescentando no estatuto da *holding* o direito de 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais.

O direito de voto das ações preferenciais sobre determinados temas compõe a quarta exigência do Nível 2 de Governança Corporativa. Este tópico está presente no §12, Artigo 5º, do Estatuto Social da organização, que prevê o direito de voto de detentores de ação preferencial nos seguintes pontos:

- a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia;
- b) aprovação de contratos entre a Companhia e o acionista controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o acionista controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembléia Geral;
- c) avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Companhia;

- d) escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico das ações da Companhia; e
- e) alteração ou revogação de dispositivos do Estatuto Social que resultem no descumprimento, pela Companhia, das exigências previstas no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa – Nível 2.

A quinta e última exigência da Bovespa para participação no Nível 2 de Governança Corporativa refere-se à adesão na câmara de arbitragem para solução de conflitos societários. Está previsto no Estatuto Social das Centrais Elétricas de Santa Catarina, no Artigo 55, que a resolução de conflitos entre a companhia, acionistas, administradores e membros do conselho fiscal através da arbitragem, conforme o estabelecido no de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa – Nível 2.

É importante, porém, destacar que todas as exigências referentes ao Nível 1 de Governança Corporativa também são plenamente satisfeitas pela Celesc, sendo esses também pré-requisitos para o Nível 2, conforme foi explicado no momento oportuno. Entre os requisitos estão a publicação trimestral de fluxo de caixa e demonstrações financeiras consolidadas, que podem ser encontrado a cada período na página eletrônica da organização, na Bovespa e em mídia impressa; quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da Celesc detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal; reuniões públicas entre analistas e investidores; elaboração e divulgação de um calendário anual com toda a programação dos eventos corporativos; divulgação de contratos firmados; manutenção de circulação de ações em pelo menos 25% do total, sendo que a Celesc tem atualmente 75,10% circulando - 56,14% eram ações preferenciais e 43,86% em ações ordinárias; e ainda a adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão de ações em momentos de novas emissões.

Portanto, a Celesc não apenas cumpre todos os requisitos para sustentar a classificação de Nível 2 de Governança Corporativa como também vai além daquilo definido. Como consequência a organização passa a ser reconhecida não apenas por seus consumidores, conforme já foi demonstrado através de diversos prêmios, mas também pelos investidores brasileiros e internacionais. Segundo a Revista do Capital Aberto em seu ranking “As Melhores Companhias para os Acionistas”, as Centrais Elétricas de Santa Catarina ficaram em terceiro lugar na categoria valor de mercado até R\$5 bilhões, disputando com outras trinta

companhias o prêmio. Entre um dos quesitos estava a Governança Corporativa, sendo que o grande destaque foi o retorno financeiro obtido pelo acionista.

4.6.1. PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA

As Centrais Elétricas de Santa Catarina têm seu capital social atualizado, subscrito e integralizado em um total de R\$1.017.700.000,00 distribuídos em 38.571.591 ações. Essas ações, por sua vez, são divididas em 15.527.137 ações ordinárias, 40,26% do total, e em 23.044.454 ações preferenciais, que representam 59,74% restantes. O gráfico 7 apresenta a distribuição do capital total entre seus participantes:

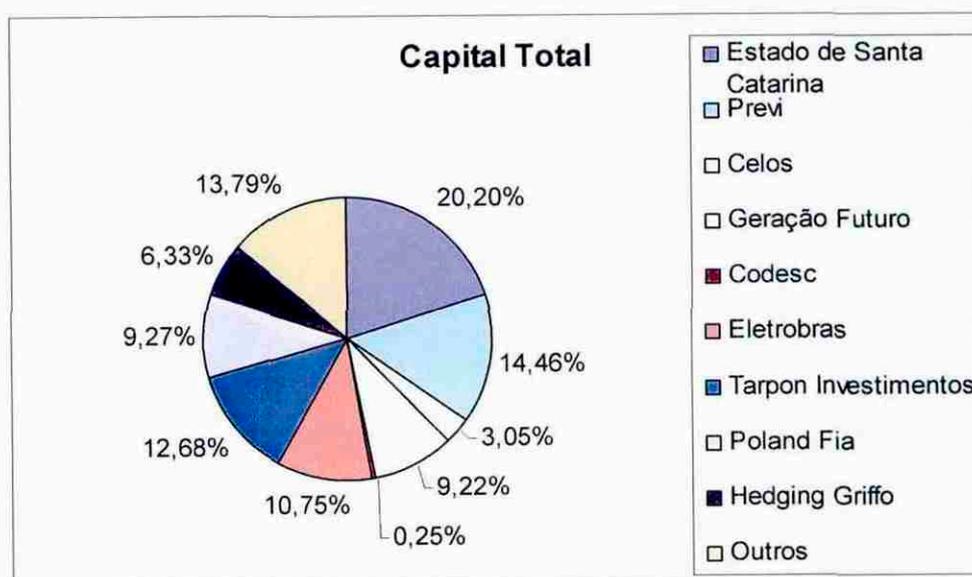


Gráfico 7: Participação no capital total em 30/09/2008
Fonte: Adaptado de Celesc (2008)

O maior detentor do capital total da Celesc é o Estado de Santa Catarina, com 20,20% do total. A maior parcela deste valor advém da participação acionária através das ações ordinárias, que compõem 99,99% do capital total do Estado sobre a companhia, ou 7.791.010 das 7.791.201 ações detidas. Com isso, o Estado tem nas ações preferenciais apenas 0,01% de sua participação no capital total, totalizando 191 ações deste tipo. O gráfico 8 apresenta a participação no capital votante dos principais acionistas:

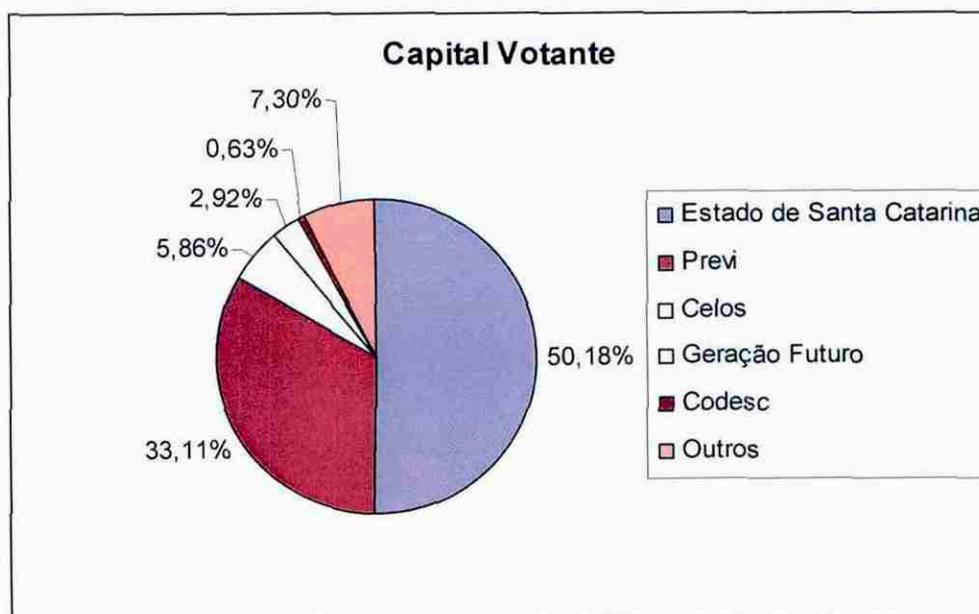


Gráfico 8: Participação no capital votante em 30/09/2008
Fonte: Adaptado de Celesc (2008)

Das 15.527.137 ações ordinárias negociadas no mercado de capitais brasileiro, 7.791.010 ações são do Estado de Santa Catarina, representando 50,18% do capital votante. A razão disto é que se trata de uma empresa pública de economia mista, ou seja, o Estado é o dono da organização, ao mesmo tempo em que conta com a participação de capital e de votantes da economia privada.

A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - Previ - se apresenta como a segunda maior detentora do capital total da Celesc com 14,46% do total. A divisão entre ações ordinárias e preferenciais assume comportamento semelhante ao do Estado de Santa Catarina, ou seja, a grande maioria das ações é do tipo ordinária, detentora do poder de voto. A Previ conta com 5.140.864 ações ordinárias e 437.807 ações preferenciais, sendo a primeira 92,15% do total e a segunda 7,85%.

Já a Celos, por sua vez, representa apenas 3,05% do capital total da Celesc. A nova controladora, definida no Acordo entre Acionista, tem 910.161 ações ordinárias (5,86% do total do capital votante) e 267.950 em ações preferenciais. O comportamento entre ações ordinárias e preferenciais se assemelha com as duas outras organizações anteriormente discutidas, porém com uma menor diferença entre os dois tipos de ação: as ordinárias respondem por 77,26% do total enquanto as preferenciais respondem por 22,74% na divisão do capital total.

As organizações como Eletrobras, Tarpon Investimentos, Poland Fia e Hedging Griffó detêm uma considerável parcela do capital total da organização. Exceto pela

Eletrobras, todas as outras anteriormente citadas possuem apenas ações do tipo preferencial, caracterizando-se como grupos de investimento que não desejam participar ativamente através do voto, mas que buscam o retorno financeiro possibilitado através das ações preferenciais. Já a Eletrobrás possui a grande maioria de sua participação sobre as ações preferenciais, que representam 99,90%, restando apenas 0,10% em ações ordinárias.

A tabela 2 na seqüência apresenta os dados resumidamente da composição acionário no terceiro trimestre de 2008, evidenciando a participação do Estado de Santa Catarina como sócio majoritário, com mais de 50% das ações de poder de voto:

Tabela 2 – Composição do capital social em 30/09/2008

CELESC - Composição do Capital Social				Base acionária em 30/09/2008			
ACIONISTA	ORDINÁRIAS		PREFERENCIAIS		TOTAL		
	Quantidade	%	Quantidade	%	Qtd	%	
ESTADO DE SANTA CATARINA	7.791.010	50	191	0	7.791.201	20,2	
PREVI	5.140.864	33	437.807	1,9	5.578.671	14,5	
CELOS	910.161	5,9	267.950	1,2	1.178.111	3,05	
GERAÇÃO FUTURO	453.400	2,9	3.104.777	13	3.558.177	9,22	
CODESC	97.976	0,6	0	0	97.976	0,25	
ELETROBRAS	4.233	0	4.142.774	18	4.147.007	10,8	
TARPON INVESTIMENTOS	0	0	4.889.723	21	4.889.723	12,7	
POLAND FIA	0	0	3.575.702	16	3.575.702	9,27	
HEDGING GRIFFO	0	0	2.442.552	11	2.442.552	6,33	
OUTROS	1.129.493	7,5	4.182.978	18	5.312.471	13,8	
TOTAL	15.527.137	40	23.044.454	60	38.571.591	100	

Fonte: Celesc (2008)

Esta tabela evidencia as intenções de cada acionista no que se refere poder de decisão ou retorno financeiro. Estes dois grupos são distintos, onde de uma maneira geral o grupo com mais ações ordinárias que preferenciais as tem em um grau muito mais elevado, o que demonstra a preocupação dos componentes deste grupo em ter voz no processo estratégico da Celesc. Já o segundo grupo tem preocupação oposta, não desejam participar ativamente na organização, mas sim buscam as Centrais Elétricas de Santa Catarina como uma fonte de recursos na Bolsa de Valores de São Paulo.

Através desta mesma tabela percebe-se um dos fatores determinantes que impedem que a organização possa assinar o contrato de Novo Mercado: a presença de ações preferenciais. Para que a Celesc pudesse participar do nível máximo de governança

corporativa seria necessário converter todas as ações preferenciais em ações ordinárias. Isso implicaria no dispêndio de muitos esforços e recursos financeiros, que se mostram impraticáveis no momento.

Mais do que os gastos financeiros e humanos no processo de conversão de ações, isso implicaria na perda do controle majoritário acionista do Estado de Santa Catarina sobre a Celesc, uma vez que o Estado detém apenas 191 ações preferenciais e o montante total de ações Clsc6 é superior ao de ordinárias. Como se trata de uma organização pública de economia mista, a inclusão no Novo Mercado se torna impraticável devido às exigências de pulverização acionária e da existência de somente ações ordinárias.

4.6.1.1. Retorno ao acionista e o valor de mercado

Os dados coletados em relação ao final de 2007 apontam para a forte presença de investidores nacionais na forma de pessoa jurídica. Os investidores nacionais detinham 76,36% do capital total da Celesc, ou seja, 29.455.187 ações, enquanto os investidores estrangeiros possuíam os 23,64% restantes, totalizando 9.116.404 ações. A grande parcela dos investimentos veio de pessoas jurídicas, participando 95,74% do total, enquanto as pessoas físicas representaram apenas 4,26% do volume total.

O valor de mercado – que é a soma do valor de todas as ações emitidas - da organização superou em 27% o seu valor patrimonial ao final do exercício de 2007. O gráfico 9 apresenta a evolução do valor patrimonial e de mercado nos últimos anos a partir de 2002, quando da entrada da Celesc no Nível 2 da Governança Corporativa da Bovespa:

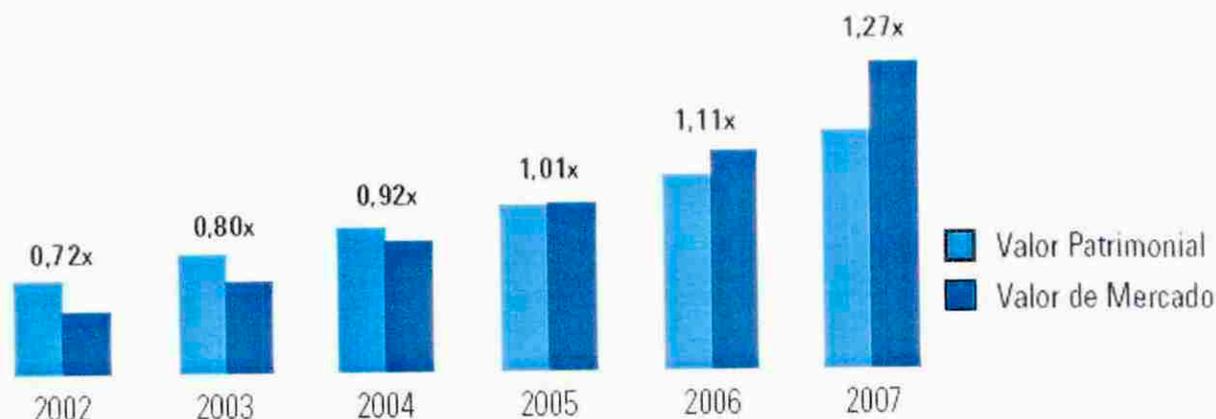


Gráfico 9: Valor de mercado X valor patrimonial
Fonte: Celesc (2008)

Enquanto no primeiro ano de Governança Corporativa o valor de mercado da Celesc correspondia a 72% do valor patrimonial, a partir de 2005 houve a inversão da cotação, onde a primeira passa a superar a segunda. Em 2007 o valor de mercado passou a ser 27% superior ao patrimonial, alcançando o montante total de R\$1,84 bilhão no ano, conforme a precificação realizada pelo mercado.

Já em 2008 o valor de mercado da organização deverá apresentar forte baixa, uma vez que os indicadores do dia 24 de outubro de 2008 apontam para uma expressiva queda no valor das ações preferenciais, recuando para o patamar de R\$29,20 por ação, uma forte queda em relação ao mesmo período de 2007 quando na mesma data estava cotada a R\$39,31 por ação.

O ano de 2007 representou uma grande evolução em relação ao retorno aos acionistas. O crescimento de 61,94% do lucro líquido em 2007 perante o período anterior refletiu nos ganhos aos detentores de ações da Celesc, valor este 94,32% maior que o do ano de 2006. Este valor cresceu não somente em razão da alta do lucro líquido – de R\$234,64 milhões em 2006 para R\$345,99 milhões em 2007 – mas também na proposta de alteração no valor percentual sobre o lucro para pagamento de dividendos, saindo de 25% para 30% nos pagamentos de dividendos em 2007.

Através do cumprimento da legislação e conforme a política de dividendos estabelecida pela organização em seu Estatuto Social no capítulo V, artigos 41 a 43, as Centrais Elétricas de Santa Catarina distribuíram um montante de R\$98,6 milhões aos seus acionistas. Este valor significa um pagamento de R\$47,86 milhões a mais que em 2006.

4.7. Captação de recursos no mercado de capitais

Desde sua entrada no mercado de capitais do Brasil, em 1973 na Bolsa de Valores de São Paulo, as Centrais Elétricas de Santa Catarina têm participado ativamente no mercado, a fim de obter mais financiamentos para seus projetos, além de recursos de programas estadual e federal. Durante a década, a organização utilizou duas fontes importantes no mercado de capital: lançamento de *American Depositary Receipts* em setembro de 1996 e *Commercial Papers* em julho de 1998, períodos em que havia paridade entre dólar e o real.

O lançamento da ADR de nível 1 expôs a Celesc ao mercado de capitais mundial pela primeira vez, ao permitir o lastro de suas ações para qualquer investidor norte-americano. Este projeto levantou recursos de aproximadamente R\$130 milhões para a empresa, que

decidiu pela reaplicação quase total na distribuição de energia elétrica. Até então, a organização contava com investimentos anuais de aproximadamente R\$80 milhões, conforme a média entre 1986 e 1996. No ano de 1997 a organização investiu na sociedade catarinense cerca de R\$134 milhões, sendo que os recursos obtidos através da ADR representaram um acréscimo de R\$95 milhões para o ano em investimentos. O gráfico 10 apresenta o percentual de participação de cada fonte:

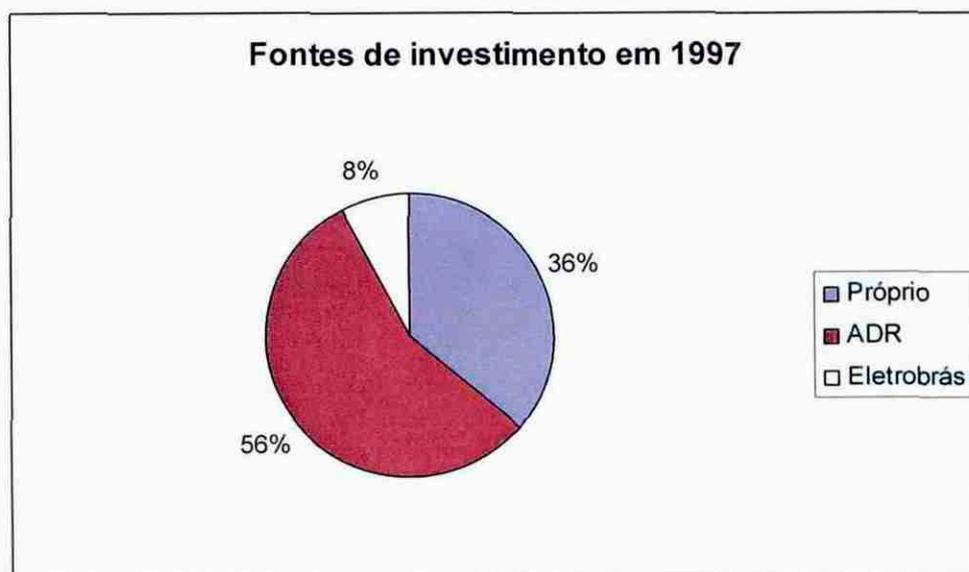


Gráfico 10: Fontes de investimento realizado em 1997
 Fonte: Adaptado de Celesc (1998)

Através do gráfico é possível perceber como o lançamento da ADR no final de 1996 teve um grande impacto positivo nos investimentos das Centrais Elétricas de Santa Catarina em 1997. Parte dos R\$130 milhões foi utilizada em 1996, porém o maior valor percentual fora utilizado no ano seguinte do lançamento da ADR no mercado de capitais norte-americano. A conta "Eletrobrás" responde por aproximadamente R\$13 milhões, destinados para auxiliar a Celesc na ampliação de seus investimentos durante o primeiro semestre de 1997, através dos programas de eletrificação rural e Programas Emergenciais de Transmissão e Distribuição.

Naquele ano aproximadamente R\$100 milhões foram aplicados em distribuição, atendendo 62 mil novos clientes e ampliando a rede de distribuição em 4.334km, bem como a ampliação e construção de subestações de distribuição, bem como aquisição de equipamentos especiais destinados à melhoria da qualidade e confiabilidade do fornecimento de energia elétrica oriunda da companhia. Cerca de R\$19 milhões foram destinados à ampliação e melhoria nas linhas de transmissão, construção das subestações de Quilombo e Ilha Sul. A

organização utilizou parte desse recurso para atualizar seus capacitadores, gerando economia para a organização e reduzindo gargalos na distribuição de energia elétrica.

Em geração de energia elétrica investiu-se R\$6 milhões para o desenvolvimento de novos potenciais energéticos Salto Pilão, Quebra Queixo e Gás (no norte do Estado), bem como nos programas de repotencialização de outras usinas, ocorrendo ainda, a consolidação dos consórcios para construção das Usinas de Cubatão, Machadinho, Campos Novos e Dona Francisca. Esses últimos exemplos fazem parte da realidade dos anos 2000, onde a Celesc detém participação em algumas dessas usinas até hoje, investimentos essenciais que possibilitaram a expansão econômica dos últimos anos. O volume restante, de R\$8 milhões, foi aplicado em construção de novos escritórios, renovação da frota de veículos e aquisição de equipamentos de informática.

As Centrais Elétricas de Santa Catarina optaram por realizar o ADR Nível 1 em razão de custos e também pelo conhecimento profundo de todas as regras exigidas, como a utilização correta do US GAAP (item este que começou a participar do cotidiano das organizações brasileiras principalmente após a implantação dos níveis de governança corporativa, em 2000). A utilização do nível 2 ou 3 de ADR representaria custos financeiros e de tempo mais elevados para a organização, em razão da necessidade de contratação de um auditor internacional e de taxas de *underwriting*. O Conselho Administrativo julgou – então – que o nível 1 seria mais apropriado naquele momento, quando analisadas as vantagens e desvantagens de cada um.

Em 21 de julho de 1998 a Celesc decidiu por lançar – com o devido consentimento do Conselho Administrativo – seu *commercial paper* para captação de R\$52,7 milhões, divididos em duas parcelas, uma em julho e outra em dezembro. Na primeira parte do lançamento houve uma captação total de R\$51 milhões, que dava ao investidor a opção de resgate em 28 de dezembro daquele mesmo ano, sendo o vencimento contratual para 21 de julho de 1999. Aproximadamente 95% dos investidores realizaram o resgate em dezembro, deixando um saldo de R\$2,5 milhões. Neste momento a segunda etapa é acionada, com duração de 180 dias, captando um montante de R\$49,4 milhões junto ao Banco Bozano Simonsen. Em 1998 as Centrais Elétricas de Santa Catarina investiram no Estado R\$203,7 milhões, onde a emissão de *commercial papers* representou mais um movimento da companhia em obtenção de outras fontes de recursos além de empréstimos bancários, resultados de exercícios anteriores e de programas governamentais. O gráfico 11 apresenta o percentual de participação de cada fonte:

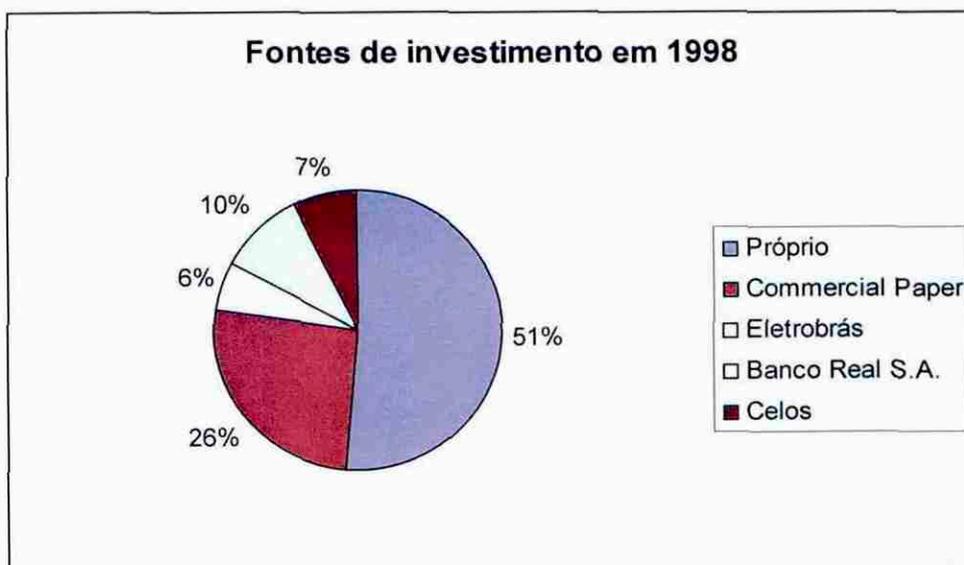


Gráfico 11: Fontes de investimento realizado em 1998

Fonte: Adaptado de Celesc (1999)

Mais uma vez é possível perceber como a participação da Celesc no mercado de capitais pode significar um grande valor investido na companhia. Os R\$52,7 milhões gerados através do *commercial paper* representaram 26% dos investimentos realizados em 1998, enquanto a Eletrobrás representou 6% do total, com volume captado pela Celesc de R\$11,6 milhões. Desta vez entra em uma das fontes de investimento um banco comercial - Banco Real S.A., hoje em processo de fusão com o Banco Santander – com um montante total de R\$20 milhões. Por fim a Celos, hoje uma das controladoras das Centrais Elétricas de Santa Catarina, realizou um empréstimo de R\$14,6 milhões, representando 7% do total dos investimentos em 1998.

Os investimentos naquele ano representaram um aumento de 52% em investimentos sobre o ano anterior. Na área de distribuição investiu-se R\$126,1 milhões, compreendendo a ampliação e melhoramento da rede de energia elétrica em áreas urbanas e rural, esta última com investimentos de R\$41,9 milhões permitindo a ampliação no atendimento de uma região que na década anterior encontrava-se em situação muito precária. A transmissão contou com investimentos de R\$28,3 milhões para continuação no processo de melhorias, ampliação e construção de subestações e linhas de transmissão, ampliação do sistema de comunicação e do sistema digital de supervisão e controle.

A área de geração de energia elétrica, em 1998, teve um grande avanço no quesito investimentos. Naquele ano os investimentos subiram de R\$6 milhões em 1997 para R\$32,6

milhões com a finalidade de expandir as usinas já atuantes, além da participação referente ao consórcio realizado em 1997, que contemplou a construção das usinas de Machadinho e Dona Francisca, entre outros. Investiu-se R\$ 16,8 milhões nesse período em instalações gerais, principalmente na aquisição de materiais de telecomunicações e teleprocessamento de dados de dados, além de material para o almoxarifado da organização.

A maior captação das Centrais Elétricas de Santa Catarina nos últimos 30 anos veio do mercado de capitais nacional e internacional. Alguns anos após os sucessos no lançamento de *American Depositary Receipt* e *commercial papers*, a Celesc elaborou, em 2007, um novo programa de captação de recursos com o objetivo de levantar R\$200 milhões em investimentos, através do fundo de investimento em direitos creditórios mercantis.

Lançada em novembro de 2007, este fundo da Celesc é chamado de CELESC I - Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Mercantis. O FIDC da organização é de modalidade fechada, com duração de 60 meses, tendo como fonte de garantia a arrecadação de um grupo seletivo de clientes.

O fundo foi classificado pela Fitch Ratings Brasil Ltda como AA+(bra), o que significa que para o padrão brasileiro, esse investimento é o segundo mais alto da escala, perdendo apenas para o grau AAA. Essa classificação positiva foi dada devido à credibilidade obtida pela organização no mercado de capitais nacional e internacional em razão à participação no Nível 2 de Governança Corporativa e lançamentos de captação de recursos anteriores bem sucedidas, além da perspectiva positiva em relação ao crescimento econômico do estado e também da companhia. A classificação permitiu que os juros pagos pela organização fossem de 0,9% ao mês, valor considerado bem abaixo do mercado pelo diretor de relação com investidores, Sr. Aldo Roberto Schuhmacher.

Toda a estrutura do fundo de investimentos, com seus respectivos integrantes, está demonstrada no diagrama 6 a seguir:

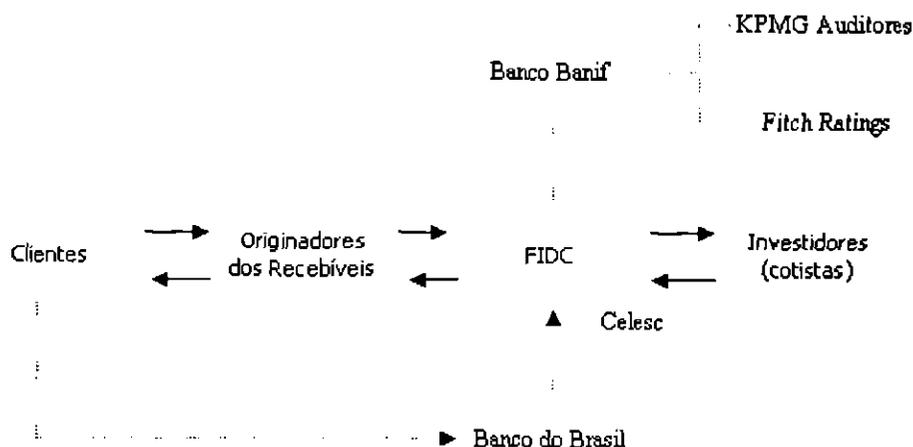


Diagrama 6 – Celesc I - Fundo de investimentos em direitos creditórios mercantis
 Fonte: Adaptado de Celesc (2007)

O fundo lançado pelas Centrais Elétricas de Santa Catarina tem como participantes diversas organizações respeitadas no âmbito do mercado de capitais. Como administradora do fundo está o Banif Banco de Investimentos do Brasil S.A., que contou com o auxílio da empresa de auditoria KPMG Auditores Independentes e com a agência de classificação de riscos Fitch Ratings do Brasil Ltda para a classificação do fundo.

O Banco do Brasil S.A. atua como o agente custodiante dos valores recebidos de clientes, que foram selecionados por critérios de “boim pagador” conforme histórico dos 2 últimos anos, além de volume de consumo dentro do mesmo período. Desta forma, os principais clientes selecionados foram do grupo industrial, além de alguns do grupo comercial. O pagamento dos rendimentos obtidos através do fundo aos investidores cotistas ficaram a cargo do BB Banco de Investimento S.A. e Banco ABC Brasil S.A.

O Conselho Administrativo definiu, através de seu planejamento, que o fundo contaria com as duas classes de cotas: sênior e subordinada. Na primeira classe de cota o valor de cada unidade é de R\$1.000.000,00 na primeira data de emissão, com direito de votar com referência a todas e quaisquer matérias objeto de deliberação nas Assembléias Gerais, sendo que cada cota sênior legitimará o seu titular a participar com 1 voto. A organização lançou 200 cotas seniores. As cotas subordinadas, por sua vez, possuem valor de cada unidade de R\$10.000,00 na primeira data de emissão, sem direito a voto na Assembléia Geral.

Não incide no FIDC qualquer tipo de tributação pelo fato das cotas não serem registradas para negociação em mercado de ativos fixos de bolsa de valores. Além deste fato, como o fundo não constitui personalidade jurídica, os tributos como Imposto de Renda Pessoa

Jurídica (IRPJ), Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) não são incidentes dos rendimentos obtidos através do FIDC. Além da não incidência desses tributos, as operações do fundo são sujeitas à alíquota zero da hoje extinta Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) e do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).

Os custos mensais existentes na criação do fundo são de remuneração das partes envolvidas durante os cinco anos de funcionamento do mesmo, além da existência de custos cujos pagamentos são esporádicos e ocorrem no ato de contratação. Os custos das partes envolvidas pagos mensalmente são de taxa de administração ao Banif Banco de Investimentos, no valor de 0,25% a.m., e de 0,9% a.m. de remuneração aos cotistas do fundo. Desta maneira, as Centrais Elétricas de Santa Catarina realiza pagamentos mensais aos participantes do fundo nos valores dispostos na tabela 3:

Tabela 3 – Remuneração dos participantes

Remuneração	Valor Mensal	Valor Total
Administração	R\$ 500.000,00	R\$ 30.000.000,00
Cotista	R\$ 1.800.000,00	R\$ 108.000.000,00
Total	R\$ 2.300.000,00	R\$ 138.000.000,00

Fonte: Adaptado de Celesc (2008)

A taxa de administração de 0,25% equivale ao volume mensal de R\$500 mil para a administradora do FIDC, a Banif Banco de Investimentos. Aos cotistas paga-se R\$1.800.000,00 ao mês como recompensa pelo investimento. A conta de administração corresponde por 21,74% da remuneração aos participantes, enquanto a conta cotista corresponde a 78,26% do volume total de R\$2.300.000,00 por mês. Isto significa que, ao final dos 60 meses de funcionamento do fundo, a Celesc repassará R\$138.000.000,00 de sua venda de energia elétrica para os integrantes do fundo.

Além dos custos de remuneração mensal, diversas outras fontes de despesa somam-se ao valor total do fundo de investimentos em direitos creditórios. Um valor total de R\$2.601.870,00 soma-se ao volume final de pagamentos, totalizando R\$140.601.870,00. Entre os principais custos esporádicos estão a despesa de Comissão de Estruturação e Distribuição (R\$2.000.000,00), taxa de registro na CVM (R\$82.870,00), despesas de divulgação do fundo (R\$100.000,00), pagamento a KPMG Auditores no valor de R\$100.572,00, agência Fitch Ratings no total de R\$55.263,13, assessoria legal (R\$150.000,00) e outras contas, com um valor total de R\$113.164,87.

Caso a organização não desejasse participar no mercado de capitais para a captação dos recursos provenientes deste fundo, ela teria como uma das alternativas um empréstimo em banco comercial. Em novembro de 2007 – época de lançamento do fundo de investimentos em direitos creditórios – a taxa de juros bancário para pessoa jurídica encontrava-se 1,95% ao mês, enquanto o *spread* bancário estava em 1,058% ao mês. Partindo apenas da média da taxa de juros e do *spread*, desconsiderando-se eventuais negociações para redução de juros ou alongamento do prazo de pagamento, a tabela 4 apresenta os custos para empréstimo de mesmo valor que o de captação do fundo, taxas fixas e com pagamento em 60 parcelas:

Tabela 4 – Simulação de pagamento de empréstimo bancário

Empréstimo	Valor Mensal	Valor Total
Juros	R\$ 3.900.000,00	R\$ 234.000.000,00
Spread Bancário	R\$ 2.100.000,00	R\$ 126.000.000,00
Total	R\$ 6.000.000,00	R\$ 360.000.000,00

Fonte: Autoria própria (2008)

Através da tabela é possível perceber como os valores mensais de juros e *spread* bancário apresentam valores expressivos. O primeiro custaria mensalmente R\$3.900.000,00 à companhia, representando 65% do valor total pago mensalmente nesta simulação. Já o segundo, que é onde um banco comercial obtém seu lucro, significa um custo de R\$2.100.000,00 ao mês, representando 35% do volume total emprestado. Ao final de cinco anos, excluindo a hipótese de qualquer tipo de negociação que pudesse alterar o valor devido ao banco comercial, as Centrais Elétricas de Santa Catarina pagariam um total de R\$360.000.000,00 pelo empréstimo.

O gráfico 12 realiza uma comparação entre os dois tipos de captação de recursos, o fundo de investimentos em direitos creditórios e um empréstimo em banco comercial, onde a diferença entre os pagamentos é expressiva:

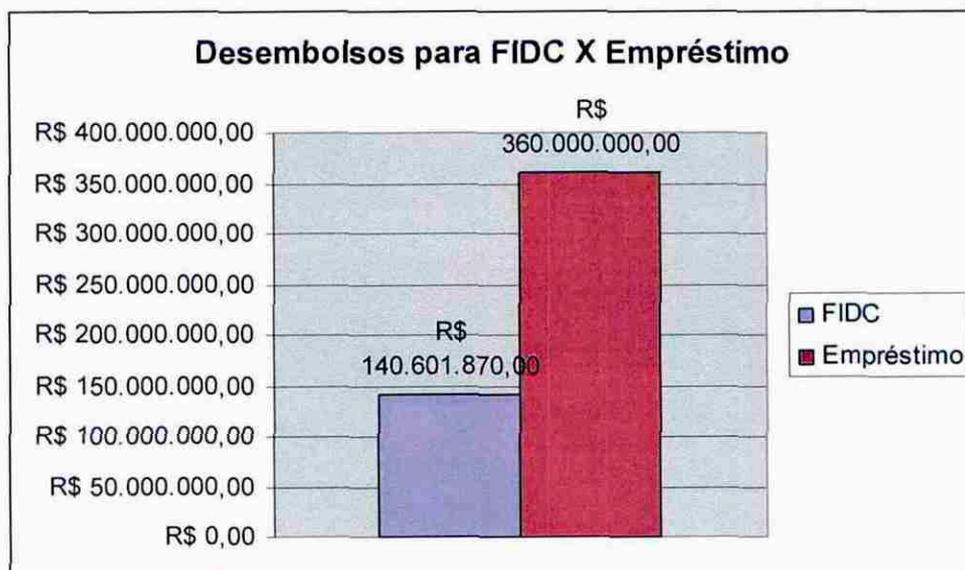


Gráfico 12: Comparação de desembolsos entre FIDC X Empréstimo Bancário
Fonte: A autoria própria (2008)

A diferença entre os custos das fontes de recursos é da ordem de 2,56 para 1. Isso significa que para cada R\$1,00 remunerado através do FIDC, na simulação de realização de empréstimo bancário o mesmo recurso obtido custaria R\$2,56. Somente o *spread* bancário cobrado equivale a 89,61% dos custos totais do fundo, enquanto os juros bancário é 66,73% maior que o mesmo volume de custos do FIDC.

Desta maneira, a decisão das Centrais Elétricas de Santa Catarina de captar recursos através de um método não tão conhecido no país se mostrou bastante vantajosa. A simples comparação com um empréstimo bancário demonstrou que, para aquele momento econômico e pelas características da organização, o risco de tentar lançar um fundo de investimentos em direitos creditórios no mercado de capitais compensa o grande valor que seria exigido para o pagamento de dívidas.

4.8. Plano de investimentos para 2008

Primeiramente é importante ressaltar a decisão de não realizar uma avaliação entre os recursos obtidos através do FIDC e os investimentos programados. Em decorrência da falta de dados referentes aos recursos públicos de programas estaduais e federais e de como o fundo será utilizado pela Celesc, uma análise seria – então – inviável uma vez que se desconhece a composição mais acurada dos recursos. O valor do fundo deverá ser utilizado ao longo dos

próximos anos em que estiver ativo, porém não obteve-se acesso a quanto isso representaria a cada ano.

Os investimentos planejados pelas Centrais Elétricas de Santa Catarina estão distribuídos em 3 grupos: distribuição, geração de energia e instalação geral. A Celesc Distribuição S.A. terá seus investimentos focados nas localidades que mais crescem em consumo de energia elétrica no estado. Assim, é prioridade da organização ampliar e melhorar o sistema de distribuição de energia elétrica em Florianópolis, Joinville, Navegantes, Jaraguá do Sul, Palhoça, Caçador, Orleans, Lages, Criciúma, Pomerode e Treze Tílias. Ainda está contemplada a continuidade do programa de eletrificação rural do Governo Federal – Luz para Todos – que deverá atender mais 7 mil famílias. Para o ano também está programado o início do novo programa de automação do sistema elétrico da distribuição que deverá ser concluído somente em 2018, buscando redução nos desperdícios e custos operacionais.

Ainda para a subsidiária Celesc Distribuição S.A. o orçamento de investimentos em prevê recursos para a área comercial. Os recursos terão como principal destino a instalação de equipamentos de medição e ramais de ligação. Dois projetos pilotos encontram-se em fase de implementação sendo que ambos envolvem a tele medição – acompanhamento do consumo elétrico por meio remoto – onde cada projeto engloba diferentes consumidores. O primeiro envolve a tele medição em 3.500 clientes das três classes (residencial, comercial e industrial) enquanto o outro engloba 1.200 consumidores que compõem o grupo A (consumo acima de 13,8kV), ou seja, a maioria da classe industrial.

O orçamento de investimentos da Celesc Geração S.A. apresenta um grande avanço perante o mesmo orçamento do ano anterior, em consonância com a intenção de expansão da *holding* na área de geração de energia elétrica. O principal investimento será realizado na repotencialização do parque gerador atual – com aproximadamente 82,6MW de potência instalada – além de participação em novos negócios de geração de energia elétrica e em mercado de fontes de energia alternativa como eólica e biomassa.

O último orçamento previsto envolve as instalações gerais, que contempla a aquisição de veículos, tecnologia de informação e edificações administrativas para toda a *holding*. O destaque em investimento fica por conta do término da instalação do sistema SOMAS (que visa melhorar a gestão de suprimentos) e ainda a aquisição de um ERP (Enterprise Resource Planning) para integração dos subsistemas da Celesc.

A companhia programou, em 2007, o volume de recursos a serem investidos ao longo de 2008. Com um montante planejado de R\$378,3 milhões, R\$291,00 milhões estão

destinados à distribuição, sendo R\$248,00 milhões para a distribuição de energia elétrica e R\$42,00 milhões para a área comercial da Celesc Distribuição. Outros R\$49,00 milhões para a instalação geral, enquanto o saldo resultante de R\$38,3 milhões está sendo aplicado na geração de energia elétrica no estado. Os recursos investidos durante o primeiro e segundo trimestre de 2008 e também de 2007 estão dispostos na tabela 5:

Tabela 5 – Comparação entre investimentos no primeiro semestre de 2007 e 2008

Período	30.06.2008	31.03.2008	30.06.2007	31.03.2007
Investimento	Valor	Valor	Valor	Valor
Geração	R\$ 1.687.000,00	R\$ 1.218.000,00	R\$ 23.000,00	R\$ 17.000,00
Distribuição	R\$ 115.589.000,00	R\$ 41.893.000,00	R\$ 216.897.000,00	R\$ 102.744.000,00
Instalação				
Geral	R\$ 17.264.000,00	R\$ 5.596.000,00	R\$ 14.260.000,00	R\$ 4.124.000,00
Total	R\$ 134.540.000,00	R\$ 48.707.000,00	R\$ 231.180.000,00	R\$ 106.885.000,00

Fonte: Celesc (2008)

A Celesc investiu R\$183.247,00 milhões ao longo do primeiro semestre de 2008, 48% do total para o ano. Ao se comparar este resultado com o do mesmo período em 2007 o resultado é de aproximadamente R\$154 milhões a menos de 2008 para 2007, sendo que somente os recursos investidos no primeiro semestre de 2007 é praticamente o mesmo valor de todos os recursos planejados para o ano de 2008 completo.

A razão para esta diferença grande entre os dois períodos está no processo burocrático para concretização de obras, conforme o Aldo Schuhmacher. Algumas obras que estavam planejadas para o final de 2006 tiveram que ser realizadas somente no início de 2007 devido a processos de licitação e aval de impacto ambiental, onde alguns erros nas documentações necessárias tiveram que ser corrigidos por ordem dos órgãos fiscalizadores.

Os investimentos a serem realizados em 2008 estão distribuídos em 3 categorias: geração, distribuição e instalação geral. A primeira categoria representa investimentos de apenas 2% do valor total com R\$2.905,00 milhões. Esta categoria, porém, apresenta um grande avanço em relação ao mesmo período de 2007 – com R\$40 mil investidos, em um crescimento de 7262,50%.

A distribuição – por sua vez – representa 86% do total investimento para o mesmo período sendo, porém, uma redução de 50,73% em comparação com o ano anterior. O valor total de investimentos em distribuição no primeiro semestre de 2008 é de R\$157.482.000,00 e para o mesmo período do exercício anterior foi de R\$ 319.641.000,00.

O último grupo, instalação geral, representa 12% dos investimentos concretizados em 2008 no valor total de R\$22.860.000,00. Este valor é 24,35% superior ao do mesmo período de 2007, quando atingiu R\$18.384.000,00, uma diferença de mais de quatro milhões de reais entre os dois anos.

4.9. Celesc e a crise de liquidez internacional

Um dos assuntos mais debatidos e analisados pelos veículos de comunicação em 2008 é o da crise de liquidez mundial. Os primeiros sintomas da crise tornaram-se visíveis no terceiro trimestre de 2007, mas somente em 2008 que a crise imobiliária dos Estados Unidos transformou-se em crise de liquidez internacional, derrubando diversos bancos de investimentos das mais variadas nacionalidades pelo mundo inteiro. Nunca na história o sistema financeiro global esteve tão interligado e – necessariamente – interdependente.

O Brasil se mostrava, em um primeiro momento, descolado da nova crise. A Bolsa de Valores de São Paulo fecha o ano de 2007 com crescimento histórico de 43,6%, quebrando recordes de crescimento, volumes de negócios e pontuação de sua carteira ao longo de todo o ano. O início do ano seguinte já demonstrou os primeiros impactos da crise mundial, que se alastrava nos países desenvolvidos com uma rapidez inédita.

No primeiro trimestre de 2008 a Bovespa acumulou perdas de 4,57% em sua pontuação, valor de certa forma tímido se comparado com as perdas em outros países. Já o segundo trimestre teve desempenho semelhante ao observado ao longo do ano de 2007, apresentando crescimento de 6,6% na pontuação do Ibovespa, atingindo seu mais alto patamar histórico de 73 mil pontos. O Brasil mostrou-se mais preparado, forte e economicamente desenvolvido para sobreviver à nova crise, pois não havia indicadores que demonstrasse um recuo no crescimento do consumo e expansão das indústrias, resultando na indicação de grau de investimento de duas grandes agências internacionais em títulos brasileiros.

Após a quebra de diversos pequenos bancos americanos, bem como os pedidos de concordata e falência de dois gigantes imobiliários daquele país, em julho de 2008, a crise se mostra muito mais profunda e que necessariamente terá algum tipo de impacto em todos os países globalizados. Quando o banco de investimentos Lehman Brothers anuncia seu prejuízo bilionário e após alguns dias entra com pedido de falência, a crise imobiliária americana passa a ser a crise de liquidez mundial. O problema mostrou-se ser muito maior que o previsto, exigindo a coordenação mundial de bancos centrais para buscar uma solução ao problema.

Esta crise mundial tem tornado a Bolsa de Valores de São Paulo em um ambiente extremamente volátil, onde em um dia o sistema de proteção contra quedas acentuadas é acionado duas vezes, para outro em que a euforia do mercado alça a Bovespa a ganhos superiores a 10% em sua pontuação. O índice do setor de energia elétrica, naturalmente, *mostra um comportamento semelhante ao da Bovespa, porém com quedas não tão acentuadas.* Este fato pode ser visto como uma evidência que o Brasil continua em um processo de grande expansão de sua economia, onde o setor energético é um dos pilares essenciais para o funcionamento de qualquer economia mundial.

A empresa estatal Celesc, uma das integrantes do índice do setor, se comporta semelhantemente ao seu setor. Fica evidenciado para o mercado que as decisões da organização em participar do Nível 2 de Governança Corporativa, redução da dívida líquida e a realização do FIDC em um momento muito oportuno, torna-a uma empresa estável e segura para os investidores.

Mesmo com a recente queda no valor das ações preferenciais - convém ressaltar que esta queda está associada às dificuldades e saída de investimentos estrangeiros do país - a organização encontra-se em boa posição no mercado de capitais nacional. O planejamento trienal de investimentos das Centrais Elétricas de Santa Catarina não prevê a nova captação de recursos no mercado de capitais para os anos de 2008 e 2009, sendo que para este último diversos especialistas acreditam que será um ano de reajustes e estabilização econômica mundial.

A Celesc tradicionalmente utiliza como principal fonte de investimento os recursos próprios, obtidos em exercícios anteriores. Ela tem recorrido ao mercado de capitais quando detecta momentos oportunos para ampliar e melhorar seus serviços, não para realizar investimentos arriscados ou para cobrir resultados operacionais negativos. Desta maneira, não há impacto direto devido a queda de suas ações.

A desvalorização da ação para um patamar abaixo de R\$30,00 por unidade não tem impacto no resultado operacional da organização. Todas as ações estão disponibilizadas no mercado secundário, ou seja, o lucro por parte da companhia com a venda da ação se concretizou quando do lançamento das ações no mercado primário, quando é negociado pela primeira vez. Só poderá haver perda para o acionista que decidir livrar-se da ação, seja por necessidade, inexperiência ou por qualquer outra razão. Como a organização não planeja emitir novas ações no mercado, o valor que elas possuem atualmente afeta apenas a percepção de investidores e o valor de mercado da companhia.

Isto não significa, porém, que as Centrais Elétricas de Santa Catarina não estejam preocupadas com a situação dos acionistas. A organização planeja realizar uma movimentação de recompra de ações preferenciais - que são as mais afetadas pela crise - para o início de 2009 e as revender em momento mais oportuno, que deverá gerar caixa positivo que certamente será revertido para novos investimentos. Com essa atitude, a companhia deseja valorizar o preço da ação, ao demonstrar que o momento da compra de preferenciais se mostra oportuno.

A perspectiva para 2010 e anos seguintes é que os efeitos da crise finalmente se apaziguem, abrindo espaço para novo crescimento de liquidez mundial. Porém, espera-se que novas regras de regulamentação do mercado sejam mais rígidas ao mesmo tempo em que permitam um sistema financeiro mundial mais robusto e saudável, afastado das armadilhas criadas em períodos de desregulamentação.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As Centrais Elétricas de Santa Catarina vêm em sua história recente uma grande participação no mercado de capitais nacional e internacional. A empresa estatal catarinense, nas últimas décadas, tem captado recursos para investimentos na sociedade com o objetivo de concretizar sua missão de atuar de maneira rentável no mercado de energia, serviços e segmentos de infra-estrutura correlatos, realizando a promoção do bem estar e desenvolvimento sustentável da sociedade catarinense.

Este estudo teve seus objetivos plenamente satisfeitos ao se analisar a inserção da organização no mercado de capitais em 1973, compreendendo quais foram os esforços e mudanças necessárias para a participação da organização no Nível 2 de Governança Corporativa, lançamento de *american depositary receipt*, *commercial papers* e o estabelecimento do fundo de investidores em direitos creditórios. Buscou-se analisar, então, como estas participações no mercado de capitais se convertiam em retornos para a sociedade, mostrando a importância dos recursos obtidos em investimentos de expansão e melhoria do sistema elétrico estadual, bem como os custos mais baixos do que aqueles vistos no sistema financeiro tradicional.

Em decorrência das características do estudo deste trabalho a maioria dos dados está disposta em meios de comunicação, uma vez que se trata de uma empresa estatal e também participante da governança corporativa. Houve apenas uma situação que não afeta significativamente o resultado desta investigação, onde não se teve acesso quanto à utilização dos recursos do FIDC nos próximos anos.

O crescimento econômico visto no país nos últimos anos evidencia a importância em expansão e melhoria da qualidade dos serviços de geração e distribuição de energia elétrica do Brasil. Após um fracasso histórico do país em planejar e realizar investimentos para suprir a crescente demanda de energia elétrica em 2001, ocasionando o apagão na maior parte do Brasil e impedindo um crescimento sustentável contínuo tão importante para a sociedade brasileira, toda a sociedade parece estar mais ciente da situação. Para que uma nação possa crescer e desenvolver sua economia e qualidade de vida de seu povo, a energia elétrica é um dos itens de infra-estrutura mais importantes.

A Celesc participou do processo de mudança na questão da gestão elétrica ao promover reformas e transformar-se numa *holding* em 2006, desverticalizando a estrutura organizacional e tornando-a mais ágil em um ambiente que exige rápidas respostas em razão

do ambiente externo e também pelas características de investimentos no setor, que demoram para iniciar seu funcionamento. Antes mesmo desta reestruturação, a organização acertou na decisão de participar da Governança Corporativa em 2002 que a tornou em uma companhia com maior prestígio para o mercado e mais transparente para a sociedade catarinense e também brasileira.

A participação em um dos níveis diferenciados de governança permitiu uma verdadeira transformação nas Centrais Elétricas de Santa Catarina. Com as novas exigências da Bolsa de Valores de São Paulo para participação e estadia neste seletivo grupo, profundas transformações foram necessárias e tornaram-se realidade. Desta maneira, a influência política que poderia ser utilizada pelo governador do estado torna-se transparente para a sociedade, que exige o pleno funcionamento da Celesc em função da sociedade, não de interesses políticos. Estes interesses, não importando se as intenções fossem boas ou más, afetaram a organização objeto de estudo diversas vezes no passado, prejudicando o desempenho e a consecução da missão organizacional. Logo, o descolamento entre a política e os interesses da organização e sociedade mostrou-se possível e uma realidade nas Centrais Elétricas de Santa Catarina, permitido através das maiores exigências da Governança Corporativa.

O lançamento do fundo de investimentos em direitos creditórios, no final de 2007, é uma das maiores provas que a estabilidade e os esforços da companhia construíram sua imagem de respeito perante os investidores nacionais e internacionais. As taxas de juros de remuneração aos investidores foram consideradas baixas pelo Sr. Aldo Roberto Schuhmacher, diretor do Departamento de Relações com Investidores.

Desta maneira, a participação de uma empresa estatal de economia mista no mercado de capitais brasileiro se mostra bem-sucedida. O caso da Celesc pode servir de modelo para diversas outras organizações estatais entrarem no mercado de capitais, sendo ou não do mesmo ramo de atuação da companhia objeto de estudo desta investigação.

REFERÊNCIAS

ACIONISTA. **Fundo de investimento em direitos creditórios.** Disponível em: < <http://www.acionista.com.br/mercado/fidc.htm> >. Acesso em: 29 outubro 2008.

AGUIAR, Andson Braga de; CORRAR, Luiz João; BATISTELLA, Flávio Donizeti. Adoção de práticas de Governança Corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo.** São Paulo, v. 15, n. 3, p. 338-347, out./dez. 2004.

ANDIMA. **Brasil para investidores estrangeiros.** Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, 2007.

APPOLINÁRIO, Fabio. **Metodologia da ciência: filosofia e prática da pesquisa.** São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

ASSAF, Alexandre. **Mercado Financeiro.** São Paulo: Atlas, 1999.

ÁVILA, René Izoldi. **Os incentivos fiscais ao mercado de capitais.** São Paulo: Resenha Tributária, 1973.

AZEVEDO, Simone. Editorial. **Revista Capital Aberto Especial.** São Paulo, p. 5, 2008.

BACEN. **Sistema financeiro nacional.** Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?SFN>>. Acesso em 01 mai 2008.

BELLO, José Luiz de Paiva. **Metodologia científica.** Disponível em: <<http://www.pedagogiaemfoco.pro.br/met05.htm#metodol>>. Acesso em 02 junho 2008.

BNDES. **Porte de empresa.** Disponível em: <<http://www.bndespar.gov.br/clientes/porte/porte.asp>>. Acesso em 03 agosto 2008.

BOVESPA. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta.** Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 20 março 2008.

_____. **Mercado de Capitais.** Disponível em: <http://www.apimecmg.com.br/artigos/292_Mercado%20de%20Capitais.pdf>. Acesso em 20 março 2008.

CASAGRANDE NETO, Humberto. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático.** 2a ed. São Paulo: Atlas, 1989.

CASTRO, Cláudio de Moura. *A prática da pesquisa.* São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1977.

CASTRO, Hélio Oliveira Portocarrero. **Introdução ao mercado de capitais.** @ª Ed. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1979.

CAVALCANTE FILHO, Francisco Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais.** 4ª Ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

CAVALCANTE FILHO, Francisco Silva; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais: O que é, como funciona.** 6ª Ed. São Paulo: Campus, 2005.

CELESC. **A empresa.** Disponível em: <
http://portal.celesc.com.br/portal/home/index.php?option=com_frontpage&Itemid=1>.
 Acesso em: 16 outubro 2008.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo. A abertura dos sistemas financeiros latino-americanos e o financiamento do desenvolvimento. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, n. 94, p. 49-67.

CNB. **Comissão nacional de bolsas.** Disponível em:
 <<http://www.cnb.org.br/html/links.html>>. Acesso em 02 maio 2008.

COOPERS & LYBRAND. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva.** São Paulo: Atlas, 1996, p. 117-142.

CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de abertura das companhias.** Rio de Janeiro: IBMEC, 1981.

CVM. **O sistema financeiro nacional.** Disponível em: <
<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=viewRespConteudo&ItemID=159>>. Acesso em 01 maio 2008.

DEMO, Pedro. *Introdução à metodologia da ciência.* São Paulo: Atlas, 1985.

DOMINGUES, Ronald. **FIDC: Fundo de investimento em direitos creditórios.** Disponível em: < <http://www.analisefinanceira.com.br/artigos/rd-fidc.htm>>. Acesso em: 29 outubro 2008.

FAMÁ, Rubens; RIBEIRO NETO, Ramon Martinez. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro — o novo mercado. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo.** São Paulo, v. 37, n. 1, p. 29-38, jan./mar. 2002.

FERREIRA, Jorge Manuel de Souza. Conhecendo o mercado de ações. **Revista Ceciliana,** Santos v. 12, n. 15, p. 21-39.

FERREIRA, Ricardo. **Agente executivo da CVM.** Disponível em: < <http://www.editoraferreira.com.br/publique/media/01SFN.pdf>>. Acesso em 01 maio 2008.

IORE, Eduardo Koscialkowski. **Governança Corporativa: o reflexo da adesão ao Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo no preço e liquidez das ações.** 2006. 63f. Dissertação (Graduação em Administração de Empresas), Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006.

GARCIA, Felix Arthur Azevedo. **Governança Corporativa.** 2005. 41f. Dissertação (Graduação em Administração de Empresas), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

GODOY, Arilda Schmidt. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. *Revista de administração de empresas,* São Paulo, v. 35, n. 2, p. 57-63, 1995.

IBCG. **Governança Corporativa.** Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em 01 maio 2008.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Finanças Corporativas no Brasil.** **Revista de Administração de Empresas.** São Paulo, v. 2, n. 2, p. 1-15, jul./dez. 2003.

LEITÃO, Carlos Alberto de Oliveira. A abertura de capital: empresas de capital aberto e empresas fechadas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo.** São Paulo, v. 26, n. 4, p. 24-33, out./dez. 1991.

LEITE, Hélio de Paula; SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Índice Bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros.** São Paulo: Atlas, 1995.

MALUF FILHO, Jorge Arnaldo. Eficiência do mercado de opções da Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v. 26, n. 3, p. 12-22, jul./set. 1991.

MATTAR, Fauze Najib. **Pesquisa de Marketing: metodologia e planejamento**. São Paulo: Atlas, 1999.

MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado financeiro e de capitais: uma introdução**. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 1995.

NEVES, José Luis. Pesquisa qualitativa – características, usos e possibilidades. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 1, n. 03, p. 1-5, ago./dez. 1996.

OLIVEIRA, Miguel D. B. de. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1979.

OLIVEIRA, Miguel Delmar. **Introdução ao Mercado de Ações**. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsa de Valores, 1986.

REIS, Arnaldo; MARION, José Carlos; IUDÍCIBUS, Sérgio. **Considerações sobre as mudanças nas demonstrações financeiras – lei 11.638/07**. Disponível em: <<http://www.marion.pro.br/portal/modules/wfdownloads/visit.php?cid=2&lid=471>>. Acesso em: 12 setembro 2008.

REIS, Marcelo Menezes; LINO, Manoel de Oliveira. **Estatística para administradores**. Florianópolis, 2005.

ROSA, Vandirlene Vanessa da. **Governança Corporativa na Celesc**. 2008. 58f. Dissertação (Graduação em Ciências Econômicas), Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

SANVICENTE, Antonio Zoratto; LEITE, Hélio de Paula. Planos de estabilização e instabilidade nos mercados acionários. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 1, n. 32, p. 5-12, abr./jun. 1991.

_____, Antônio Zoratto; MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado de capitais e estratégias de investimento**. São Paulo: Atlas, 1992.

SCHNEIDER, Carlos Rodolfo. **Transparência ao mercado.** Disponível em: <<http://www.canalenergia.com.br/zpublisher/materias/Newsletter.asp?id=40511>>. Acesso em: 24 outubro 2008.

SILVA, Maria de Fátima Mendes da. **Participação das Empresas Catarinenses no Mercado de Capitais Brasileiro.** 2006. 62f. Dissertação (Graduação em Administração de Empresas), Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006.

SIMÕES, Paulo César. **Entendendo o que é tag along em ações.** Disponível em: <<http://www.bastter.com.br/BR/MERCADO/Aprendizado/TagAlong/Default.aspx>>. Acesso em: 11 setembro 2008.

WIKIPÉDIA – A enciclopédia livre. **Empresas.** Disponível em: <<http://pt.wikipedia.org/wiki/Empresa>>. Acesso em: 03 agosto 2008.

ZANOTTA, Alexandre. **Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro.** 2005. 131f. Dissertação (mestrado em direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005.

GLOSSÁRIO

Depository Receipt: Comprovante do depósito de instrumento financeiro em uma instituição custodiante, com vistas aos mercados internacionais.

Free Float: Significa todas as ações emitidas pela Companhia, excetuadas as ações detidas pelo Acionista Controlador, por pessoas a ele vinculadas, por Administradores da Companhia, aquelas em tesouraria e preferenciais de classe especial (de propriedade exclusiva do ente desestatizante).

Holding: É uma sociedade gestora de participações sociais, onde a sociedade criada tem o objetivo de administrar um grupo de outras sociedades.

IASC GAAP: A sigla IASC significa “International Accounting Standards Committee”, que pode ser traduzido ao português como Comitê Internacional de Padronização Contábil. GAAP é a sigla para “Generally Accepted Accounting Principles”, ou seja, princípios da contabilidade geralmente aceitos.

Spread Bancário: É a diferença entre a taxa de captação e de aplicação, que fica em poder dos bancos comerciais. Quanto maior for o valor, maior será o lucro de um banco.

Tag Along: é a extensão parcial ou total, a todos os demais sócios das empresas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle de uma sociedade.

Underwriting: Significa subscrição. Essas operações são ofertas públicas de títulos em geral, e de títulos de crédito representativo de empréstimo, em particular, por meio de subscrição, cuja prática é permitida somente pela instituição financeira autorizada pelo Banco Central do Brasil (BACEN) para esse tipo de intermediação.

US GAAP: A sigla significa “United States Generally Accepted Accounting Principles”. Na língua portuguesa traduz-se como *Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos dos Estados Unidos*. Trata-se de um conjunto de normas, convenções, padrões e procedimentos contábeis utilizados na produção de informações financeiras.

APÊNDICE A – Entrevista

- 1) Quais foram os principais negócios realizados no mercado de capitais nacional e internacional nos últimos anos?
- 2) Quanto foi captado em cada? Como foram considerados os lançamentos?
- 3) Como se deu a decisão de participar de um dos níveis diferenciados de governança corporativa?
- 4) Como a atual crise de liquidez afeta os investimentos programados?
- 5) Há planejamento para quando serão lançadas novas ações no mercado?