

Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração de Empresas de São Paulo
PIBIC – NPP – CNPq

Relatório Final

Criação de Valor em Privatizações:
O Setor de Distribuição de Energia Elétrica no Brasil

Aluno:

Pedro Otavio Barrios Mendes

Orientador:

Professor Doutor Helio de Paula Leite

SUMÁRIO

I.	<i>Formulação do Problema de Pesquisa</i>	3
II.	<i>Justificativa da Pesquisa</i>	4
III.	<i>Objetivos da Investigação</i>	6
IV.	<i>Metodologia da Investigação</i>	7
V.	<i>Identificação da Amostra</i>	8
VI.	<i>Elaboração de Critérios Qualitativos</i>	10
VII.	<i>Elaboração dos Parâmetros</i>	12
VIII.	<i>Aplicação dos Parâmetros</i>	14
A.	<i>Escelsa</i>	15
B.	<i>Light</i>	17
C.	<i>Cerj</i>	19
D.	<i>Coelba</i>	21
E.	<i>CPFL</i>	23
F.	<i>Enersul</i>	25
G.	<i>Cemat</i>	27
H.	<i>Coelce</i>	29
I.	<i>Metropolitana, Elektro e Bandeirante</i>	31
IX.	<i>Conclusão</i>	34
X.	<i>Bibliografia Básica</i>	37

Índice de Tabelas

Tabela 1: Parâmetros da Escelsa.....	15
Tabela 2: Parâmetros da Light.....	17
Tabela 3: Parâmetros da Cerj.....	19
Tabela 4: Parâmetros da Coelba.....	21
Tabela 5: Parâmetros da CPFL.....	23
Tabela 6: Parâmetros da Enersul.....	25
Tabela 7: Parâmetros da Cemat.....	27
Tabela 8: Parâmetros da Coelce.....	29
Tabela 9: Parâmetros da Metropolitana.....	31
Tabela 10: Parâmetros da Elektro.....	32
Tabela 11: Parâmetros da Bandeirantes.....	32
Tabela 12: Classificação das empresas.....	35

I. FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

A partir da abertura da economia brasileira iniciada no governo Collor de Mello, em 1991 e favorecida pela relativa estabilização econômica proporcionada ao Brasil pelo plano Real, a partir de 1994, o Brasil tornou-se novamente alvo dos mercados financeiros internacionais.

Estes “mercados” se interessaram por diversas áreas da economia brasileira, e se fizeram e fazem presentes de maneira tão variada quanto possível. Neste cenário ocorreram várias privatizações que procuravam diminuir o tamanho do Estado e ao mesmo tempo melhorar as finanças públicas.

Um dos outros fatores que possibilitou esta série de privatizações foi a globalização dos mercados o que levou várias empresas a procurar expandir as suas áreas de atuação, e como uma das formas usou-se a compra de empresas estatais.

II. JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Dos vários setores incluídos no programa de privatizações do governo, dentre eles o siderúrgico, e o de telecomunicações, um dos principais foi o setor elétrico. De 1995 a 1998, a maior parte das empresas distribuidoras de Energia Elétrica foi privatizada. A escolha por trabalhar sobre o setor elétrico (distribuição) deve-se ao grande número de empresas a serem estudadas, o que possibilita um melhor entendimento do processo de privatização.

Como conseqüência natural espera-se que os serviços oferecidos por estas empresas melhorem e que devido ao aumento de eficiência trazido pela iniciativa privada tenha servido como fator para aumentar o valor destas empresas. As modernas teorias de criação de valor atribuem ao *management* a responsabilidade pelo desenvolvimento da empresa. Há uma crença comum que a administração estatal das empresas seja um deficiente principalmente no que se refere a controle de custos, eficiência e rapidez de processos, capacitação de seu pessoal e principalmente pela morosidade em adaptar-se a novas condições de mercado. Além disso, a estrutura brasileira de indústria de bases na fase pré-privatização e pré-abertura, era praticamente monopolista.

Como não havia concorrência, pouco eram os incentivos para inovações e serviços diferenciados, isso sem mencionar os altos preços cobrados por uma série de tarifas e a má qualidade do serviço oferecido.

Portanto, esse estudo visa averiguar se, com um *management* mais capacitado, é possível obter melhores resultados financeiros, gerando e criando valor para o acionista.

Neste caso, este aumento de valor é percebido de várias maneiras pelo mercado, pelos novos controladores e pelos *shareholders*. Mesmo assim, tais mudanças não se fazem sentir imediatamente, e mesmo tratando-se de operações recentes, espera-se que no curto prazo alguns efeitos já possam ser sentidos.

III.OBJETIVOS DA INVESTIGAÇÃO

O objetivo desta pesquisa é avaliar o resultados das privatizações das companhias de distribuição de eletricidade no país. Desta forma, pretende-se verificar do ponto de vista financeiros quais foram os ganhos para estas empresas e seus acionistas e controladores com a administração privada.

IV. METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO

A condução deste trabalho se fará através dos seguintes passos:

- Levantamento Bibliográfico e de fontes;
- Identificação da Amostra da pesquisa, pela verificação das datas dos leilões, e pelas cotações de ações em bolsa;
- Elaboração de critérios qualitativos para a análise, tais como classes de ações e índices financeiros que permitam medir a valor das empresas;
- Elaboração e escolha dos parâmetros quantitativos e específicos de avaliação das empresas;
- Aplicação dos parâmetros à amostra escolhida;
- Tabulação dos resultados;
- Elaboração das conclusões e redação final da pesquisa.

V. IDENTIFICAÇÃO DA AMOSTRA

O primeiro passo desse trabalho foi a identificação do universo a ser estudado. Para tanto, foi realizado um estudo das empresas do setor de distribuição de energia elétrica visando obter uma amostra de quais empresas foram privatizadas desde 1994. Para o refinamento da amostra determinou-se que seriam analisadas empresas privatizadas até 1998, para que se possa analisar pelo menos dois exercícios sob gestão privada, pós-privatização, ou seja, 1998 e 1999, de forma a obter-se resultados conclusivos ao se comparar os anos anteriores sob administração pública e os de privada.

Por estes critérios, as empresas identificadas como integrantes do universo amostral são:

EMPRESAS	Capacidade total instalada (MW)	Vendas GWh (data priv.)	Vendas Líquidas (R\$)	Preço de Venda R\$	Data da Privatização	Prêmio pago (%)	% do capital total vendido
Escelsa	169,6	5.269	274.124	357.920	11/07/95	12%	50%
Light	776	21.689	1.492.000	2.217.000	21/05/96	0%	55%
Cerj	59,98	5.733	464.947	605.330	20/11/96	30%	70%
Coelba	27,9	8.099	707.000	1.730.000	31/07/97	77%	51%
CEEE-d2-AES	906	5.772	416.000	1.510.000	21/10/97	94%	100%
CEEE-d3-RGE	-	4.611	383.000	1.635.000	21/10/97	83%	100%
CPFL	148	17.778	1.282.478	3.014.000	05/11/97	70%	41%
Enersul	37,2	2.467	212.000	625.500	19/11/97	84%	55%
Cemat	33	2.412	250.490	391.500	27/11/97	21%	74%
Energipe	-	1.351	150.000	577.100	03/12/97	96%	86%
Cosern	-	2.087	164.900	676.400	12/12/97	74%	78%
Coelce	-	4.796	427.026	987.090	02/04/98	27%	51%
Metropolitana	-	34.965	3.410.000	2.026.732	15/04/98	0%	30%
Elektro	5,9	10.295	888.700	1.270.000	15/07/98	98%	47%
Bandeirantes	-	23.100	1.706.896	1.014.000	17/09/98	0%	30%

Fonte: Salomon Smith Barney

Com base nessa amostra foram levantados os balanços destas empresas com dados anteriores há pelo menos dois anos antes da data de privatização. Também foi levantado qual dessas empresas são negociadas em bolsa atualmente, e quais foram as taxas de retorno destas ações.

Das empresas supramencionadas, foram excluídas da amostra analisada: CEEE-d2-AES, CEEE-d3-RGE, Energipe e Cosern, pelo fato de não se encontrarem disponíveis todos os dados necessários para aplicação desta análise. Assim sendo, o universo amostral reduziu-se a onze do total de quinze empresas privatizadas.

VI. ELABORAÇÃO DE CRITÉRIOS QUALITATIVOS

A mensuração do valor de uma companhia pode ser realizada de várias maneiras, sendo as mais usuais o seu valor de mercado (em transações públicas ou privadas), e seu valor real calculado como o valor presente de seu fluxo de caixa (DCF). Além disso, existem variadas metodologias a serem utilizadas como o valor econômico agregado (EVA), valor agregado ou acionista (SVA), a análise de índices econômico-financeiros, dentre outras.

Para verificar se a privatização de uma companhia foi capaz de adicionar valor a esta companhia, a utilização de uma só metodologia torna-se insuficiente, uma vez que como cada metodologia adota pressupostos diferentes e analisa fatores diferentes, os resultados obtidos demonstram-se muitas vezes inconclusivos. Um exemplo disto é a utilização de preços de ações como base de valor. Com o advento da globalização, os mercados financeiros apresentam-se integrados globalmente, assim, oscilações no mercado internacional acabam tendo impactos diretos ou indiretos sob o mercado local. Portanto, muitas vezes fatores alheios ao status e a gestão da companhia acabam influenciando no preço de uma determinada ação. Sendo

assim, os critérios qualitativos a serem utilizados para a determinação de valor serão baseados tanto em valores das ações das empresas, como em índices financeiros e operacionais, e metodologias intrínsecas às mesmas. Não se pretende utilizar o DCF para estas empresas, dado o horizonte de análise restrito, uma vez que a maior parte das privatizações ocorreu entre 1997 e 1998.

VII. ELABORAÇÃO DOS PARÂMETROS

Para a análise das empresas foram escolhidos os seguintes parâmetros:

1. Taxa de retorno das ações, que é a real geração de valor para o acionista medida pelo valor de mercado das ações, calcula-se através da variação anual do valor da ação deflacionado pelo IGP-DI;
2. CFROI, *Cash flow return on investments*, mede qual é a rentabilidade da empresa pela razão entre o seu fluxo de caixa e seus ativos descontados depreciação e amortização;
3. Crescimento Ativos, variação anual dos ativos, expressa o crescimento das operações da empresa;
4. Market Value / Book Value, avalia como o mercado percebe a empresa pela razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial de suas ações;
5. Liquidez Corrente, os índices de liquidez expressam a capacidade das empresas honrarem os seus compromissos, a liquidez geral é calculada pela razão entre ativo circulante e passivo circulante;
6. Liquidez Imediata, razão entre disponibilidades e passivo circulante;
7. Exigível Total/Ativo Total, mostra a estrutura de capital da empresa, é a proporção do capital de terceiros na empresa;
8. Financiamento/Ativo Total, é a proporção de financiamento bancário nos ativos da empresa, ao contrário do exigível total em que parte do capital pode prover de fornecedores, neste caso apenas o endividamento bancário e de empréstimos é considerado;
9. Margem Operacional (%), a margem operacional mostra qual é o percentual da receita da empresa que não é consumido pelas

suas operações, ou seja, qual é o lucro operacional versus sua receita;

10. Margem Líquida (%), a margem líquida mostra qual é o percentual da receita da empresa torna-se lucro líquido no final do período.

VIII. APLICAÇÃO DOS PARÂMETROS

O ano de cada privatização foi considerado a Base para as análises, assim como realizado nos estudos de Megginson (in MEGGINSON, William L., NASH, Robert; VAN RANDENBORGH, Matthias – “The financial and operating performance of newly privatized firms. An international empirical analysis.” – Journal of Finance, p.403-452 – June, 1994). Desta forma, pode-se comparar empresas com datas diversas de privatização.

A. Escelsa

A Escelsa fornece energia elétrica para o Estado de Espírito Santo . Ela foi privatizada em julho de 1995. Utilizando-se este ano como base, e aplicando os parâmetros escolhidos temos:

	-2	-1	Base (1995)	+1	+2	+3	+4
Taxa de retorno das ações(%)				-90	-22	414	30
CFROI (%)	-5,5	2,4	3,4	4,7	4,1	9,4	6,0
Crescimento Ativos (%)		4	1	10	70	13	7
Market Value/Book Value				1,8	1,5	0,8	0,9
Liquidez Corrente	0,4	0,5	1,5	1,6	0,8	0,4	0,4
Liquidez Imediata	0,7	1,1	1,4	2,8	4,3	2,2	2,0
Exigível Total/Ativo Total	22,3	19,9	19,7	19,9	49,2	51,1	61,4
Financiamento/Ativo Total	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,3	45,0
Margem Operacional (%)	-19,8	17,9	-30,4	35,6	31,2	23,6	-35,5
Margem Líquida (%)	-25,2	13,7	-33,5	24,0	20,4	20,4	-25,1

Fonte: Económica

Tabela 1: Parâmetros da Escelsa

1. Parâmetros Favoráveis:

- Taxa de retorno da ação
- CFROI
- Índices de Liquidez
- Margens operacional e líquida
- Crescimento dos ativos

2. Parâmetros Desfavoráveis:

- MV / BV
- índices de Endividamento

3. Conclusão

Pelo principal parâmetro analisado, a taxa de retorno das ações, nota-se que houve geração de valor ao acionista. Da mesma forma, as medidas de rentabilidade da empresa também melhoraram após a sua privatização.

Em contraposição, a estrutura de capital da empresa mudou, acumulando uma maior parcela de capital de terceiros. Isto não necessariamente é desfavorável à empresa, para afirmar isto seria necessário ter acesso ao custo desta dívida, mas pode ser uma indicação de que a empresa já está utilizando-se de todo o seu potencial de alavancagem financeira. O outro parâmetro desfavorável é a relação entre valor de mercado e valor patrimonial, que decresceu ao longo do tempo. Analisando este fator em conjunto com os outros se pode perceber que o valor da ação da empresa ainda não realizou todo o seu potencial de retorno, uma vez que a situação da empresa aparenta melhoria, mas a sua valorização de mercado (versus seu valor patrimonial) decresceu.

B. Light

A Light fornece energia elétrica para parte do Estado do Rio de Janeiro . Ela foi privatizada em maio de 1996. Utilizando-se este ano como base, e aplicando os parâmetros escolhidos temos:

	-2	-1	Base (1996)	+1	+2	+3
Taxa de retorno das ações(%)	-17	-6	6	23	-80	172
CFROI (%)	4,9	0,2	15,3	38,3	13,6	18,4
Crescimento Ativos (%)	878	20	-58	7	70	47
Market Value/Book Value	0,6	0,5	1,6	2,0	0,7	1,1
Liquidez Corrente	1,1	1,2	0,7	0,6	0,2	0,2
Liquidez Imediata	2,0	2,6	1,0	1,0	0,5	0,5
Exigível Total/Ativo Total	16,8	15,0	30,5	33,5	62,1	72,4
Financiamento/Ativo Total	8,3	7,2	8,9	10,3	47,6	50,1
Margem Operacional (%)	8,6	0,0	14,0	12,3	0,9	-17,2
Margem Líquida (%)	9,5	-7,5	11,0	17,6	9,1	-10,8

Fonte: Económica

Tabela 2: Parâmetros da Light

1. Parâmetros Favoráveis

- Taxa de retorno das ações
- CFROI

2. Parâmetros Desfavoráveis

- MV / BV
- Índices de liquidez

- Índices de endividamento
- Margens operacional e líquida

3. Conclusão

A Light, após a sua privatização, foi capaz de gerar retorno aos seus acionistas, e obter maior rentabilidade sobre o seu investimento. Em compensação ela tornou-se uma empresa com menor liquidez e maior endividamento, além da degradação de suas margens operacional e líquida. Isto significa que apesar de ter gerado retorno, a privatização da Light não foi capaz de melhorar todos os outros aspectos financeiros desta companhia.

C. Cerj

A Cerj fornece energia elétrica para parte do Estado do Rio de Janeiro (não servida pela Light). Ela foi privatizada em novembro de 1996. Utilizando-se este ano como base, e aplicando os parâmetros escolhidos temos:

	-2	-1	Base (1996)	+1	+2	+3
Taxa de retorno das ações(%)	91	57	82	-1	-63	93
CFROI (%)	-36,0	-20,3	-22,9	21,6	15,6	8,4
Crescimento Ativos (%)	987	25	43	15	108	14
Market Value/Book Value	1,4	2,6	3,8	4,4	1,9	3,5
Liquidez Corrente	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4
Liquidez Imediata	0,4	0,7	0,5	0,6	0,9	0,8
Liquidez Seca	0,3	0,6	0,4	0,6	0,9	0,8
Exigível Total/Ativo Total	69,3	77,7	74,4	74,5	84,7	89,7
Financiamento/Ativo Total	9,4	31,4	22,1	32,1	34,6	9,8
Margem Operacional (%)	-30,5	-14,7	-56,8	4,8	8,0	-5,6
Margem Líquida (%)	-31,1	-15,5	-57,5	4,7	6,5	-5,6

Fonte: Econômica

Tabela 3: Parâmetros da Cerj

1. Parâmetros Favoráveis

- CFROI
- Índices de liquidez
- Financiamento / Ativo total
- Margens operacional e líquida

2. Parâmetros Desfavoráveis

- Taxa de retorno das ações
- MV / BV

3. Conclusão

A situação da empresa, utilizando-se os parâmetros intrínsecos, percebeu melhoria após a sua privatização. Entretanto, esta melhoria não foi percebida pelo mercado, o que gerou uma perda de valor do acionista da Cerj. Vale notar que o preço das ações no mercado está sujeito a fatores alheios a companhia, como oscilações de mercado.

D. Coelba

A Coelba fornece energia elétrica para o Estado da Bahia. Ela foi privatizada em julho de 1997. Utilizando-se este ano como base, e aplicando os parâmetros escolhidos temos:

	-2	-1	Base (1997)	+1	+2
Taxa de retorno das ações(%)		162	0	-46	12
CFROI (%)	2,3	-6,1	6,1	19,0	10,6
Crescimento Ativos (%)	24	-10	28	12	10
Market Value/Book Value	0,2	0,7	1,3	0,7	1,1
Liquidez Corrente	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4
Liquidez Imediata	0,7	0,5	0,6	0,9	0,8
Exigível Total/Ativo Total	42,6	46,8	49,2	50,5	57,8
Financiamento/Ativo Total	18,5	13,5	27,0	9,4	16,8
Margem Operacional (%)	-30,0	-0,8	13,0	0,4	-11,7
Margem Líquida (%)	-32,3	-38,9	12,2	22,2	-8,7

Fonte: Económica

Tabela 4: Parâmetros da Coelba

1. Parâmetros Favoráveis

- CFROI
- Crescimento dos ativos
- Índices de liquidez
- Financiamento / Ativo total
- MV/BV
- Margens operacional e líquida

2. Parâmetros Desfavoráveis

- Taxa de retorno das ações

3. Conclusão

A Coelba foi capaz de realizar o crescimento de seus ativos, de melhorar a rentabilidade sobre o seu investimento, tornar-se mais líquida e possuir menos financiamento bancário.

Além disso, as suas margens operacional e líquida foram relativamente positivas., o que naturalmente levaria a uma criação de valor do acionista. Mas o que se observou no mercado foi a taxa de retorno (acumulada) negativa desde a sua privatização.

E. CPFL

A CPFL (Companhia Paulista de Força e Luz) fornece energia elétrica para parcela do Estado de São Paulo . Ela foi privatizada em novembro de 1997. Utilizando-se este ano como base, e aplicando os parâmetros escolhidos temos:

	-2	-1	Base (1997)	+1	+2
Taxa de retorno das ações(%)	-34	139	6	-27	-28
CFROI (%)	2,2	7,6	4,8	15,6	5,9
Crescimento Ativos (%)	23	-18	10	20	96
Market Value/Book Value	0,4	1,4	1,9	1,0	0,4
Liquidez Corrente	0,5	0,7	0,6	0,8	0,9
Liquidez Imediata	0,6	0,9	1,2	1,1	1,3
Exigível Total/Ativo Total	25,0	30,8	46,1	49,7	30,0
Financiamento/Ativo Total	7,2	7,7	4,3	12,9	8,5
Margem Operacional (%)	-4,7	14,0	11,9	11,8	4,0
Margem Líquida (%)	-4,6	9,3	5,1	21,1	6,2

Fonte: Econômica

Tabela 5: Parâmetros da CPFL

1. Parâmetros Favoráveis

- CFROI
- Crescimento dos ativos
- Índices de liquidez
- Exigível total / Ativo total

2. Parâmetros Desfavoráveis

- Taxa de retorno das ações
- MV / BV

3. Conclusão

A CPFL é outro exemplo de empresa, que como a Coelba, foi capaz de realizar o crescimento de seus ativos, de melhorar a rentabilidade sobre o seu investimento e tornar-se mais líquida.

Junto a isso temos o fato de que suas margens, apesar de positivas, não chegam aos patamares do ano -1. Observa-se que o retorno (acumulado) negativo de suas ações ocorre desde a sua privatização assim como a deteriorização de sua métrica de MV / BV.

F. Enersul

A Enersul fornece energia elétrica para parcela do Estado do Rio Grande do Sul . Ela foi privatizada em novembro de 1997. Utilizando-se este ano como base, e aplicando os parâmetros escolhidos temos:

	-2	-1	Base (1997)	+1	+2
Taxa de retorno das ações(%)	35	185	-33	10	130
CFROI (%)	2,7	-7,1	-1,6	16,6	5,9
Crescimento Ativos (%)	37	7	-19	12	8
Market Value/Book Value			0,8	0,6	1,8
Liquidez Corrente	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6
Liquidez Imediata	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0
Exigível Total/Ativo Total	48,0	57,7	52,3	44,2	51,9
Financiamento/Ativo Total	27,6	35,0	24,3	19,2	23,9
Margem Operacional (%)	13,9	-62,5	-29,7	1,9	-18,0
Margem Líquida (%)	11,9	-65,8	-33,5	52,6	-13,4

Fonte: Económica

Tabela 6: Parâmetros da Enersul

1. Parâmetros Favoráveis

- Taxa de retorno das ações
- CFROI
- MV / BV
- Margens operacional e líquida

2. Conclusão

Das empresas analisadas até o momento, a Enersul destaca-se por ter obtido melhorias na quase totalidade dos parâmetros utilizados, e mesmo naqueles em que não se observam melhorias, houve uma manutenção de seu *status quo*.

A Enersul, claramente, gerou valor para o seu acionista após a sua privatização através do retorno das suas ações e da melhoria da situação global da empresa em termos de rentabilidade e estrutura de capital.

G. Cemat

A Cemat fornece energia elétrica para o Estado do Mato Grosso. Ela foi privatizada em novembro de 1997. Utilizando-se este ano como base, e aplicando os parâmetros escolhidos temos:

	-2	-1	Base (1997)	+1	+2
Taxa de retorno das ações(%)		146	-2	-69	122
CFROI (%)	-8,0	-12,9	14,4	4,8	6,1
Crescimento Ativos (%)		-7	27	7	11
Market Value/Book Value	0,1	1,9	0,2	0,2	0,3
Liquidez Corrente	0,2	0,2	0,6	0,7	0,6
Liquidez Imediata	0,4	0,4	0,9	0,8	0,7
Exigível Total/Ativo Total	75,7	97,7	56,7	59,0	67,0
Financiamento/Ativo Total	11,2	12,0	14,4	15,1	36,8
Margem Operacional (%)	-55,9	-75,8	-47,7	-6,7	-26,5
Margem Líquida (%)	-64,6	-127,4	17,0	0,7	-15,7

Fonte: Económica

Tabela 7: Parâmetros da Cemat

1. Parâmetros Favoráveis

- Margem operacional

2. Parâmetros Desfavoráveis

- Taxa de retorno das ações
- CFROI
- Índices de liquidez

- Índices de estrutura de capital
- Margem líquida

3. Conclusão

No caso da Cemat, após a sua privatização, ocorreu uma deterioração da situação financeira da empresa. Isto pode ser comprovado pela melhoria da sua margem operacional, ou seja, em relação a sua receita, o seu lucro operacional foi superior a antes da sua privatização. O que não significa que uma margem deficitária é favorável, apenas que ela melhorou após a privatização.

Em contraposição, temos que a margem líquida sofreu queda, o que claramente indica que as atividades não operacionais da empresa estão influenciando para um resultado negativo na companhia. Isto significa que operacionalmente a empresa parece estar relativamente saudável, mas não na sua administração financeira.

H. Coelce

A Coelce fornece energia elétrica para o Estado do Ceará . Ela foi privatizada em abril de 1998. Utilizando-se este ano como base, e aplicando os parâmetros escolhidos temos:

	-2	-1	Base (1998)	+1
Taxa de retorno das ações(%)	323	0	-5	50
CFROI (%)	3,9	6,7	6,0	9,8
Crescimento Ativos (%)	12	17	12	83
Market Value/Book Value	1,0	1,8	1,4	0,5
Liquidez Corrente	0,4	0,5	0,6	0,5
Liquidez Imediata	0,9	0,8	0,9	1,1
Exigível Total/Ativo Total	45,4	49,0	53,7	30,0
Financiamento/Ativo Total	17,6	14,9	14,3	8,2
Margem Operacional (%)	5,9	0,4	4,3	8,1
Margem Líquida (%)	1,3	5,0	5,5	13,0

Fonte: Económica

Tabela 8: Parâmetros da Coelce

1. Parâmetros Favoráveis

- Taxa de retorno das ações
- CFROI
- Crescimento dos ativos
- Estrutura de capital
- Margens operacional e líquida

2. Parâmetros Desfavoráveis

- MV / BV

3. Conclusão

A Coelce conseguiu, após a sua privatização, obter melhorias significantes nos principais parâmetros analisados. A geração de valor ao acionista pode ser percebida na taxa de retorno de suas ações e na melhor rentabilidade sobre o investimento realizado.

O único parâmetro que apresentou um resultado desfavorável foi a relação MV / BV, o que novamente pode ser uma indicação de potencial de ganho de valor para esta ação.

I. Metropolitana, Elektro e Bandeirante

Estas três empresas foram privatizadas em 1998 a partir da divisão da Eletropaulo. Utilizando-se este ano como base, e aplicando os parâmetros escolhidos temos:

	Base (1998)	+1
Taxa de retorno das ações(%)	-73	180
CFROI (%)	0,7	11,6
Crescimento Ativos (%)		11
Market Value/Book Value	0,9	1,8
Liquidez Corrente	0,4	0,4
Liquidez Imediata	1,1	0,8
Exigível Total/Ativo Total	69,0	66,5
Financiamento/Ativo Total	17,6	9,4
Margem Operacional (%)	-9,4	9,7
Margem Líquida (%)	-13,6	10,5

Fonte: Económica

Tabela 9: Parâmetros da Metropolitana

	Base (1998)	+1
Taxa de retorno das ações(%)	-57	-49
CFROI (%)	4,0	9,2
Crescimento Ativos (%)		2
Market Value/Book Value		0,8
Liquidez Corrente	0,2	0,3
Liquidez Imediata	1,5	1,0
Exigível Total/Ativo Total	53,1	49,7
Financiamento/Ativo Total	41,5	3,2
Margem Operacional (%)	14,2	-50,5
Margem Liquida (%)	8,4	-33,2

Fonte: Económica

Tabela 10: Parâmetros da Elektro

	Base (1998)	+1
Taxa de retorno das ações(%)	-85	-1
CFROI (%)	5,1	2,0
Crescimento Ativos (%)		10
Market Value/Book Value	0,7	0,7
Liquidez Corrente	0,3	0,4
Liquidez Imediata	0,9	0,4
Exigível Total/Ativo Total	69,1	77,2
Financiamento/Ativo Total	18,3	34,2
Margem Operacional (%)	-6,4	-9,7
Margem Liquida (%)	-4,9	-7,2

Fonte: Económica

Tabela 11: Parâmetros da Bandeirantes

Dada o reduzido número de períodos para a análise dessas empresas, torna-se impossível realizar alguma afirmação fundamentada sobre o

desempenho das mesmas. Baseado nos dois períodos disponíveis, pode-se notar que essas empresas, antes uma só, tiveram desempenho bastante diverso uma das outras após a sua separação, sendo a Metropolitana a única que gerou valor para os seus acionistas em forma de taxa de retorno das suas ações. Nesses exemplos, a falta dos balanços pré-privatização é o fator limitante à análise pretendida.

IX. CONCLUSÃO

Após realizar a análise separadamente por empresa, deve-se procurar padrões nas suas evoluções que permitam indicar tendências que possam ser provenientes de suas privatizações. Na maior parte das empresas analisadas a sua rentabilidade aumentou no período seguinte a privatização. Além disso as empresas se mostraram com maior liquidez, mas com maior endividamento, o que é sinal de uma maior alavancagem financeira.

No entanto, a geração de valor aos acionistas das empresas do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil através da taxa de retorno de suas ações, ocorreu apenas para parte das empresas. Enxergando o setor como um conjunto, é difícil afirmar se houve geração ou destruição de valor pelas privatizações ocorridas, considerando a diversidade de resultados e a recente data destes acontecimentos.

Podemos separar as empresas em dois grupos, para as quais a privatização foi positiva e para as quais não foi. O critério utilizado, no caso da geração de valor ao acionista será a taxa de retorno das ações das

empresas. Assim sendo temos:

Empresas com taxa de retorno acumulada positiva após a privatização	Empresas com taxa de retorno acumulada negativa após a privatização
<ul style="list-style-type: none">▪ Escelsa▪ Light▪ Enersul▪ Coelce▪ Metropolitana	<ul style="list-style-type: none">▪ Cerj▪ Coelba▪ CPFL▪ Cemat▪ Elektro▪ Bandeirante

Tabela 12: Classificação das empresas

Do total de onze empresas, apenas para cinco delas o acionista teve retorno no curto prazo devido a privatização das mesmas. Por este critério percebe-se que a privatização não significou necessariamente a geração de valor, o que poderia ser explicado pelas diferentes gestões adotadas pela nova administração dessas empresas.

Para se chegar a uma afirmação conclusiva sobre a geração de valor, torna-se necessário utilizar outros parâmetros como o SVA (*Shareholder value added*) ou o EVA (*Economic value added*), que não foram utilizados pela necessidade de se conhecer o custo de capital dessas empresas, fato

tipicamente não divulgado publicamente pelas empresas.

Sugere-se que este estudo seja realizado novamente em alguns anos com o objetivo de aumentar o horizonte de análise, e procurar identificar tendências ainda não visíveis.

X. BIBLIOGRAFIA

BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKI & EHRHARDT, Louis C. – “Financial Management: Theory and Practice” – The Dryden Press – 9ª Edição, 1999.

COPELAND, Tom, KOLLER, Tim & MURRIN, Jack: Valuation – “Measuring and Managing the Value of Companies” – John Wiley & Sons, Inc. – 1994.

CORNELL, Bradford – Corporate Valuation – Irwin – 1993.

DAMODARAN, Aswath – “Investment Valuation” – John Wiley & Sons, Inc. – 1996.

EHRHARDT, Michael C. – “The Search for Value” – Harvard Business School Press – 1994.

MEGGINSON, William L., D SOUZA, Juliet – “The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s” – Journal of Finance, p.1397-1438 – August, 1999.

MEGGINSON, William L., NASH, Robert; VAN RANDENBORGH,

Matthias – “The financial and operating performance of newly privatized firms. An international empirical analysis.” – Journal of Finance, p.403-452 – June, 1994.

RAPPAPORT, Alfred – “Creating Shareholder Value” – The Free Press – 1999.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W. & JAFFE, Jeffrey F. – “Administração Financeira” – Editora Atlas S.A. – 1995.

THE BOSTON CONSULTING GROUP, FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS, “Métricas de Valor para o Acionista” – The Boston Consulting Group, Inc. – 1999.

The World Bank Research Report – “Bureaucrats in Business” – Oxford University Press – 1995.