

A Securitização de Direitos Creditórios: O Caso do FIDC Cataguazes-Leopoldina

Por Erik Frederico Oioli

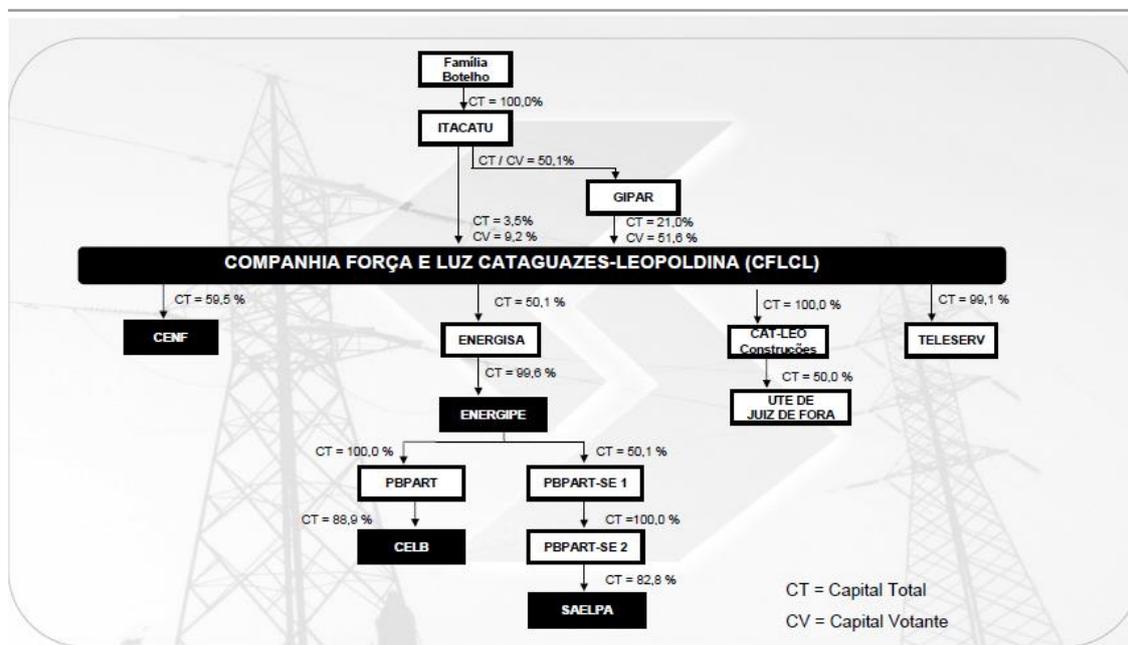
No início dos anos 2000, a Companhia de Força e Luz Cataguazes-Leopoldina (CFLC) (atual Grupo Energisa) se encontrava em um momento crucial em sua história quase centenária. Fundada em 1905, na pequena cidade de Cataguases, no interior de Minas Gerais, a sociedade de controle familiar fora a terceira sociedade anônima na história a obter registro na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Adotara a estratégia de investir na geração e distribuição de energia, principalmente por meio de aquisição de pequenas empresas geradoras do interior de Minas Gerais, como a Empresa Força e Luz Além Paraíba e a Companhia Pombense de Eletricidade. Em 1925, era uma das primeiras empresas no mundo a conceder o direito de participação dos lucros aos seus empregados, evidenciando uma vocação para ações de responsabilidade social que culminariam em inúmeros prêmios e reconhecimentos no setor já nos anos 2000. No final da década de 1990, a CFLC teve uma participação ativa no processo de privatização do setor elétrico, adquirindo em leilão quatro empresas de geração e distribuição de energia: (i) Companhia de Eletricidade de Nova Friburgo (CENF), atual Energisa Nova Friburgo, em junho de 1997, por R\$ 56,2 milhões, em Nova Friburgo, Rio de Janeiro; (ii) Energipe (Empresa Energética de Sergipe), atual Energisa Sergipe, por R\$ 577,1 milhões, com 353 mil consumidores, em setembro de 1997; (iii) CELB (Companhia Energética da Borborema), em Campina Grande, Paraíba, por R\$ 87,4 milhões, em novembro de 1999; e (iv) Saelpa (Sociedade Anônima de Eletrificação da Paraíba), por R\$ 363,0 milhões, em novembro de 2000. O investimento total de mais de R\$1 bilhão permitiria que a CFLC expandisse sua base de clientes de 214 mil consumidores para 1,8 milhão (Vide Anexo I):



Além disso, o apagão no setor elétrico prometia desafios para os próximos anos: novas oportunidades em geração, principalmente por meio de PCHs (Pequenas Centrais Hidrelétricas) – vocação original da CFLC -, que demandariam elevados investimentos nos anos subsequentes. Entre 1998 e 2004, a CFLC construiu e/ou reformou onze usinas (225

MW), sendo 87 MW em termelétrica e o restante em PCHs, consolidando a posição de um dos principais especialistas em PCHs do setor elétrico brasileiro.

Com as aquisições societárias recentes, foi formado o grupo econômico Cataguazes-Leopoldina, composto da seguinte forma:



A formação do Sistema Cataguazes-Leopoldina foi um passo decisivo na vida da CFLCL e, talvez, grande demais. As aquisições da Energipe e da Saelpa, particularmente, se revelavam altamente desafiadoras. As duas empresas juntas representavam mais de duas vezes o patrimônio líquido da CFLCL e mais que o triplo em receita líquida. Porém, além do elevado endividamento de ambas as empresas, seus desempenhos operacionais estavam entre os piores do setor elétrico: altos índices de perda (energia gerada/distribuída não faturada, tanto por perdas técnicas quanto comerciais) e elevados índices DEC e FEC¹ (que podem resultar na aplicação de multas pela ANEEL), combinados com uma tarifa média pela energia baixa e um quadro de funcionários inflado e desmotivado (vide no Anexo I os principais indicadores operacionais das empresas do Sistema Cataguazes-Leopoldina). As necessidades de melhorias no sistema, combinado com os investimentos necessários representam um Capex² de mais de R\$300 milhões a cumprir até o primeiro semestre de 2005.

¹ Os indicadores DEC (Duração Equivalente de Continuidade) registra quantas horas em média por ano o consumidor fica sem energia elétrica e o FEC (Frequência Equivalente de Continuidade) é que indica quantas vezes em média a luz faltou para os consumidores.

² CAPEX é a sigla da expressão inglesa *capital expenditure* (em português, despesas de capital ou investimento em bens de capital) e que designa o montante de dinheiro despendido na aquisição (ou introdução de melhorias) de bens de capital de uma determinada empresa.

Soma-se a isso o vencimento ao longo de 2015 de mais de R\$500 milhões em dívidas bancárias, que representavam 60% do endividamento total do grupo (R\$1,077 bilhão). O Anexo I apresenta os principais indicadores financeiros do Sistema Cataguazes-Leopoldina. O endividamento bancário do Sistema Cataguazes-Leopoldina era composto preponderantemente por contratos com o BNDES sob a forma de financiamento direto ou FINAME, com repasse efetuado pelos bancos Itaú e Unibanco, Santander, Bradesco e Banco do Brasil. Uma parte pequena do endividamento financeiro era representada pela emissão de títulos no exterior e no Brasil, sob a forma de debêntures. Considerando que a maior parte dos ativos operacionais (máquinas e equipamentos, instalações físicas das usinas, linhas de transmissão e distribuição, etc.) das empresas do Sistema Cataguazes-Leopoldina são afetados às respectivas concessões de serviço público, os contratos com o BNDES não possuíam garantias reais, apenas a vinculação de receitas do fornecimento de energia. De acordo com a cláusula de vinculação de receitas dos respectivos contratos, cada empresa deveria direcionar parte do seu faturamento para contas específicas em nome da respectiva empresa, em relação às quais o BNDES tinha autorização para debitar os recursos correspondentes à parcela vencida de amortização de cada dívida.

A obtenção de novos recursos para pagamento das dívidas de curto prazo e suportar os investimentos necessários para melhoria e expansão do sistema era crucial. Contudo, os principais bancos do país, e não por acaso os principais bancos de relacionamento da CFCL, estavam no limite da sua exposição de crédito perante o grupo. Ainda, algumas das empresas recém-adquiridas ainda estavam em processo de transferência do controle estatal para o privado, razão pela qual os bancos ainda temiam estarem expostos aos limites de contingenciamento de crédito ao setor público.

Os bancos Santander, Itaú e Unibanco, então, voltaram à CFCL com uma proposta alternativa de financiamento: a constituição de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). O FIDC era então uma modalidade de fundo de investimento relativamente recente no Brasil, criado pela Resolução CMN nº 2.907/01 e regulamentado pela Instrução CVM nº 356/01, e prometia revolucionar o mercado de securitização de créditos no Brasil. Até então, tais operações eram possíveis por meio da emissão de títulos, notadamente debêntures, por sociedades de propósito específico (SPE) que adquiriam ativos para servir de lastro ao pagamento dos títulos emitidos. Porém, a estruturação desse tipo de operação por meio de uma SPE apresentava ineficiências fiscais, que encareciam o custo de captação, que o FIDC prometia resolver. Porém, como todo produto novo, a estruturação de um FIDC demandava um longo processo de educação e convencimento das empresas tomadoras de recursos e dos próprios investidores. A operação apresentada pelos bancos possuía as seguintes características:

EMISSOR	SISTEMA CATAGUAZES-LEOPOLDINA – FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
CEDENTES	CELB, CENF, SAELPA, ENERGIPE E CATAGUAZES LEOPOLDINA
DIREITOS CREDITÓRIOS	RECEBÍVEIS DECORRENTES DA PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS DE DISTRIBUIÇÃO FUTURA DE ENERGIA ELÉTRICA PELAS CEDENTES AOS CONSUMIDORES DO GRUPO B NOS 8 MUNICÍPIOS SELECIONADOS
MUNICÍPIOS SELECIONADOS	ARACAJU, CAMPINA GRANDE, NOVA FRIBURGO, JOÃO PESSOA, CATAGUAZES, LEOPOLDINA, MANHUAÇU E MURIAÉ
CLASSES E SÉRIES DE QUOTAS	1ª SÉRIE DE QUOTAS SENIORES E QUOTAS SUBORDINADAS
QUANTIDADE DE QUOTAS SENIORES	700 QUOTAS SENIORES
VALOR UNITÁRIO DE EMISSÃO	R\$ 300.000 NA DATA DE EMISSÃO
MONTANTE DA 1ª SÉRIE	R\$ 210.000.000 NA DATA DE EMISSÃO
PRAZO DA 1ª SÉRIE	36 MESES CONTADOS DA DATA DE EMISSÃO
PERÍODO DE CARÊNCIA DE PRINCIPAL	6 MESES CONTADOS DA DATA DE EMISSÃO
DATAS DE AMORTIZAÇÃO	1º DIA ÚTIL DE CADA PERÍODO DE ORIGINAÇÃO (MENSAL)
PARÂMETRO DE RENTABILIDADE DAS QUOTAS SENIORES	109,0% CDI (*)
CLASSIFICAÇÃO DE RISCO PRELIMINAR DAS QUOTAS SENIORES	brAA (STANDARD & POOR'S)
PÚBLICO ALVO	INVESTIDORES QUALIFICADOS
NEGOCIAÇÃO	SOMAFIX
AGENTE DE RECEBIMENTOS / CUSTODIANTE	BANCO ITAÚ S.A.
ADMINISTRADOR	INTRAG DTVM LTDA (ITAÚ)
EMPRESA DE AUDITORIA	KPMG AUDITORES INDEPENDENTES

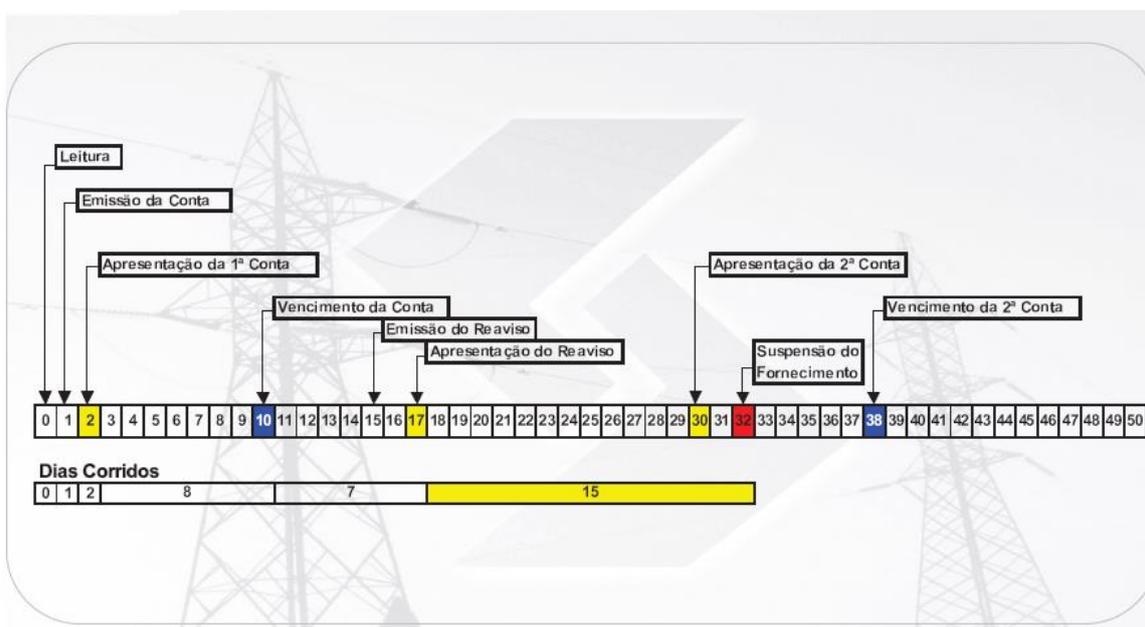
(*) Parâmetro Máximo. A ser definido em processo de *backbuilding*.

A operação apresentada pelos bancos, apesar de aparentemente complexa, dos custos envolvidos na implantação (os bancos, apenas a título de comissionamento, fariam jus a 2,0% do valor da operação; ademais, seria necessário contratar diversos prestadores de serviços, como administrador, custodiante, agência classificadora de risco, auditor e advogados) e do tempo estimado para desembolso (de 4 a 6 meses), despertou o interesse das empresas do Sistema Cataguazes-Leopoldina: o custo de captação do grupo seria sensivelmente mais baixo que o atualmente disponível às companhias (122% do CDI, na média das empresas) e ainda os bancos prestariam garantia firme de subscrição das cotas do FIDC!

A ideia por trás da estrutura era simples: usar a receita futura de fornecimento de energia elétrica das companhias para captar recursos no presente. No entanto, alguns desafios de

estruturação precisariam ser vencidos, especialmente no que diz respeito a quanto e quais recebíveis seriam cedidos ao FIDC, dado que está se discutindo a venda de receitas de contas de energia que sequer foram emitidas ainda. Uma operação de desconto de recebíveis normalmente também seria simples: sobre o valor de face de uma duplicata emitida aplica-se uma taxa de desconto (deságio) que permita ao adquirente da duplicata (cessionário) obter a remuneração esperada (como 109% do CDI, por exemplo), já descontada eventual inadimplência esperada e os custos envolvidos na transação³. Este não era o caso. Os recebíveis de conta de energia são curtos para uma operação de 3 anos, como evidencia o fluxograma abaixo:

Fluxo de originação de recebíveis



A saída seria “comprometer” a receita presente e futura de alguns municípios selecionados com o FIDC. Porém, como o Sistema Cataguazes-Leopoldina não estava concentrado necessariamente nas regiões mais prósperas e populosas do país, a viabilidade da estrutura dependia da afetação da receita gerada praticamente pelos principais municípios das regiões em que o sistema se baseava, onde a inadimplência era baixa, com exceção de clientes ligados ao setor público (iluminação pública, prefeitura, escolas e hospitais).

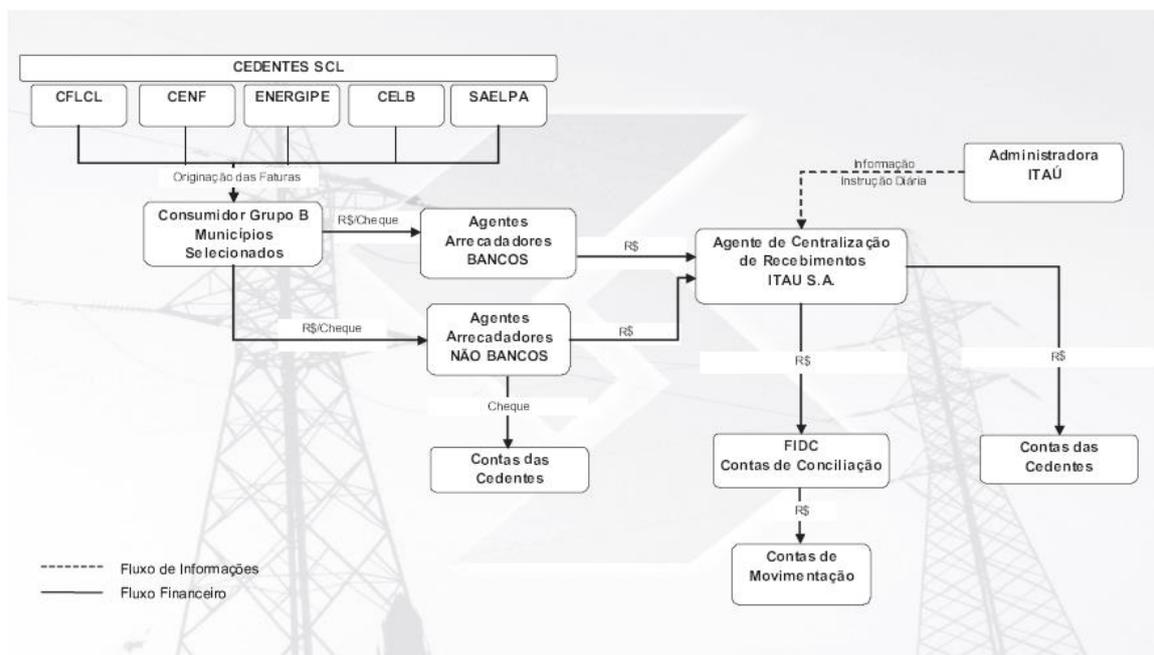
Se por um lado as cidades apresentavam um faturamento crescente e baixa inadimplência (vide Anexo I), o que era positivo para o fundo, por outro lado poderia comprometer a própria sobrevivência das companhias, já que suas principais fontes de receita “secariam” por pelo menos 36 meses. Ademais, a receita gerada por estes municípios no período seria muito maior do que o fundo de fato precisaria para pagar aos cotistas 109% do CDI sobre seu

³ O que na prática de mercado costuma-se chamar “*excess spread*”, ou *spread* adicional.

investimento. Por fim, a CFCL ainda receava sobre como lidar com esse comprometimento de receita face aos contratos com o BNDES.

Assim, os bancos deveriam, necessariamente, conceber na estruturação do fundo a necessidade de respeitar os contratos com o BNDES que não fossem liquidados antecipadamente com os recursos captados, bem como assegurar a liberação de recursos originados nos municípios selecionados necessários para as companhias fazerem frente às suas obrigações cotidianas.

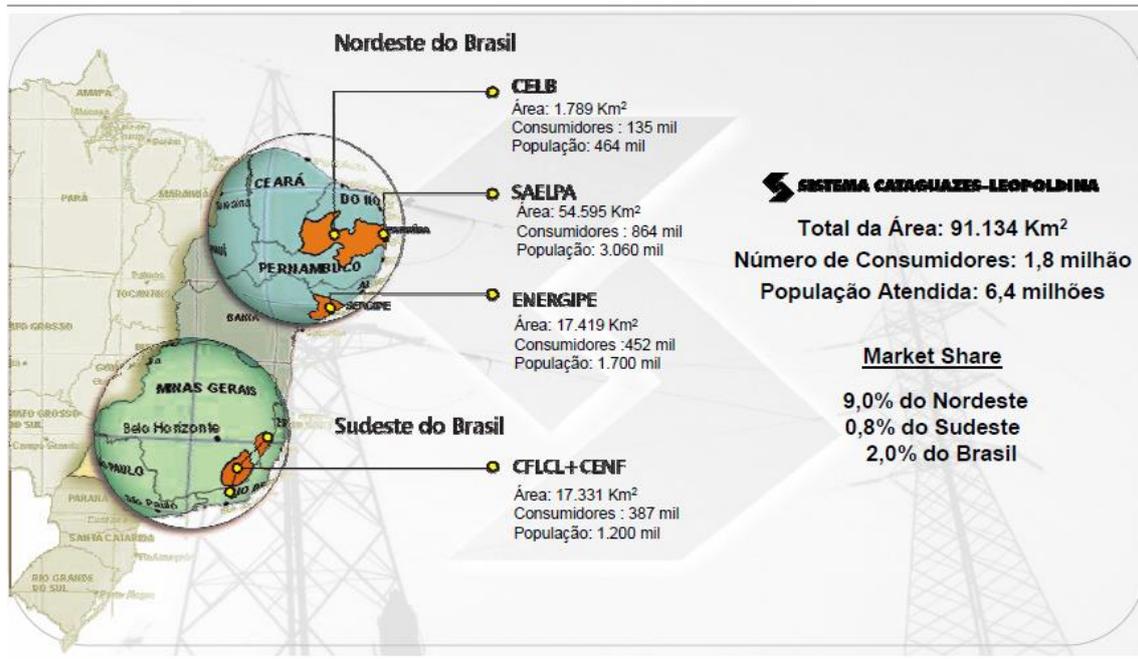
A estrutura final da operação aprovada pelas companhias perante os bancos é representada pelo fluxograma abaixo:



A distribuição das cotas do FIDC foi um sucesso. Embora a oferta pública das cotas não tenha atingido o público de pessoas físicas, os próprios bancos, além de fundos de pensão, adquiriram a maior parte das cotas, com o objetivo de carrega-las até o vencimento e parte para realização de operações compromissadas com clientes de *private banking*. Além disso, um novo produto na prateleira dos bancos ganhava os holofotes: captação de recursos por meio da securitização de recebíveis. A CFCL, por sua vez, conseguiu dar cumprimento ao seu Capex, sendo eleita, em 2005 e 2006, campeã do prêmio de Qualidade em Gestão no setor elétrico, seguida por Energipe e Saelpa em 2007. A CELB, por sua vez, recebeu em 2006 o Prêmio de Melhor Evolução de Desempenho e, em 2007, a Energipe foi vencedora do Prêmio IASC - Índice Aneel de Satisfação do Consumidor na região Nordeste.

ANEXO I

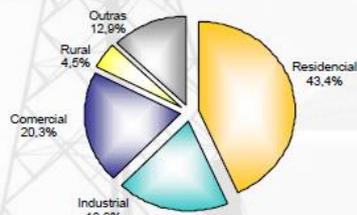
Área de atuação do Sistema Cataguazes-Leopoldina



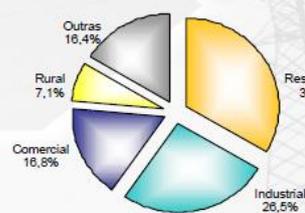
Informações operacionais do Sistema Cataguazes-Leopoldina (1º trimestre de 2005):

	CFLCL	CELB	CENF	Energipe	Saelpa	Consolidado
Municípios atendidos	68	6	1	63	216	354
Número de Consumidores	311.307	136.395	81.721	454.865	861.187	1.845.474
Consumidores livres	2	1	-	3	2	8
Tarifa Média (R\$/MWh)	270,32	168,41	252,84	199,97	195,15	209,28
Energia Vendida – Mercado Próprio (MW)	260.748	141.034	70.116	522.326	627.106	1.621.330
Índice de Perda (%)	9,46	9,20	8,55	13,29	21,25	15,93
Número de empregados	698	201	89	817	1.501	4.090
DEC (horas/ano)	3,28	7,37	9,46	3,61	12,39	--
FEC (ocorridas/ano)	3,29	5,99	7,65	2,72	5,15	--

Receita em R\$ por classe de consumo



Vendas físicas por classe de consumo



Fonte: CFLC

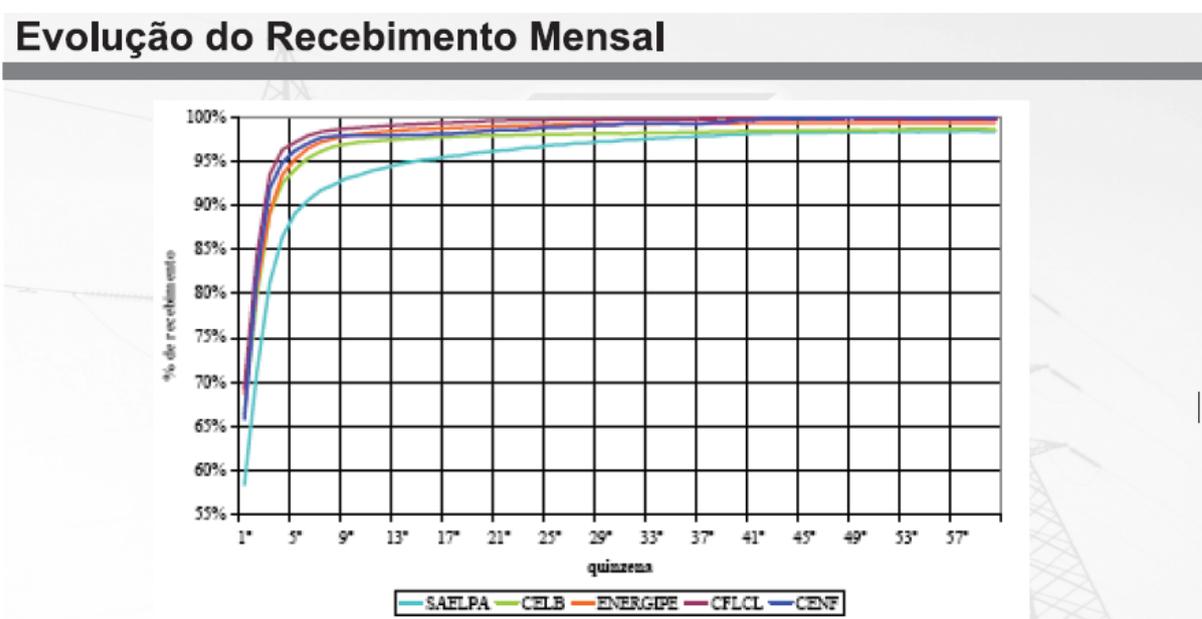
Informações financeiras selecionadas do Sistema Cataguazes-Leopoldina (1º trimestre de 2005)

	CFLCL	CELB	CENF	Energipe	Saelpa	Consolidado
Receita Líquida (R\$ milhões)	64,9	19,9	16,8	83,5	115,2	318,7
Depreciação e Amortização (R\$ milhões)	4,1	0,8	0,7	3,8	5,4	17,0
EBITDA Ajustado (R\$ milhões)	17,0	5,0	5,5	33,2	30,2	103,8
Margem de EBITDA Ajustado (%)	26,2	24,9	32,9	39,8	26,2	32,6
Endividamento Oneroso Total* (R\$ milhões)	367,4	21,2	6,0	436,1	166,0	1.173,3
Dívida Líquida (R\$ milhões)	340,5	17,0	5,3	415,4	145,8	1.077,3
Investimentos (R\$ milhões)	6,4	1,9	0,8	15,0	15,8	46,4
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado**	5,0	0,9	0,2	3,1	1,2	2,6
EBITDA Ajustado / Despesas Fin. Líquidas	0,5	1,2	32,5	1,5	2,0	1,5
Patrimônio Líquido (R\$ milhões)	299,7	29,3	42,8	449,0	193,7	266,0
Ativo Total (R\$ milhões)	1.012,7	116,1	90,1	1.375,7	830,2	3.037,0

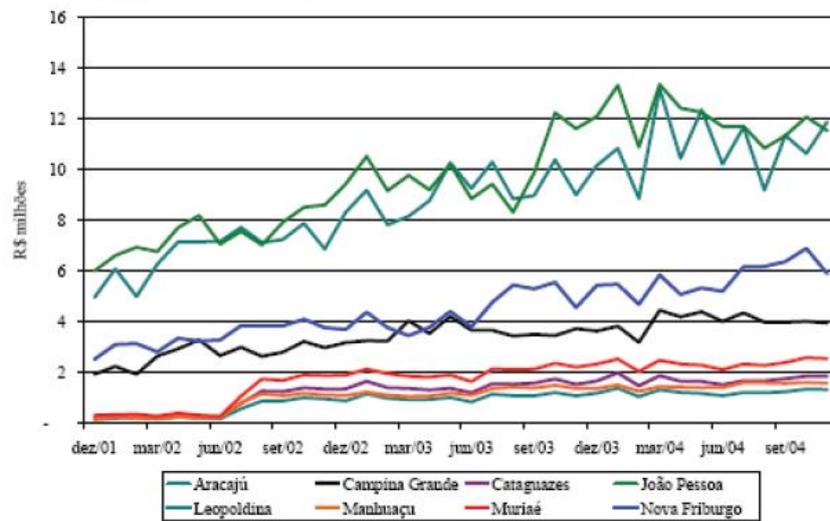
* Empréstimos e financiamentos + Debêntures – Ativo Regulatório - CVA
 ** EBITDA para o período de três meses anualizado para fins de comparação

Fonte: CFLC

Evolução da adimplência e do faturamento mensal dos municípios selecionados



Evolução do Faturamento Mensal



Fonte: CFCL