

Um Estudo da Relação entre os Fatores Externos e o Valor das Ações. O Caso das Empresas de Energia Elétrica do Brasil

Resumo:

O contexto deste trabalho está inserido dentro do mercado financeiro e tem como problema de pesquisa o estudo de comportamento entre duas variáveis. A primeira variável são os valores ou preços das ações de empresas de energia elétrica negociadas na Bovespa. A segunda variável são os fatores externos que fazem com que os preços das ações oscilem de forma brusca. O objetivo em questão é justamente o de avaliar se essas grandes variações de preço são conseqüências de fatores externos imprevisíveis pelo mercado. Para isto foi realizado uma pesquisa descritiva em campo de caráter qualitativo que buscou o melhor entendimento da relação entre os preços das ações e quais os motivos causadores de suas variações. Os resultados obtidos foram interessantes e a hipótese levantada para o problema, de que os preços das ações variam bruscamente de acordo com fatores imprevisíveis, foi confirmada. Descobriu-se também que não apenas as variações bruscas que são geradas por fatores imprevisíveis, e sim, todas as variações, sendo elas bruscas ou não, e podendo ser os fatores causadores, internos ou externos as empresas. Isto ocorre devido a forma semi-forte de eficiência de mercado de capitais observada no ramo de energia elétrica no Brasil.

Palavras-chave: Mercado Financeiro, Preço de Ações, Energia Elétrica.

Introdução

Em todo o mundo, os mercados financeiros sempre tiveram grande importância e participação diante das empresas. Estes mercados são representados pelo conjunto de organizações que, de alguma forma, realizam negociações de qualquer tipo umas com as outras. Dentro deles, as instituições financeiras têm um papel fundamental e são indispensáveis para qualquer tipo de negociação. Uma das principais instituições financeiras do Brasil é a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que é responsável por milhares de transações dos mais variados ativos. As ações, que são o foco do estudo, são papéis oferecidos ao mercado por empresas que, em determinado momento, abrem seu capital. São negociados entre pessoas físicas e jurídicas por um preço previamente estipulado, e representam uma parcela de todo o capital da empresa que os emitiu. Os donos desses papéis, ao adquiri-los, se tornam sócios da empresa.

Em se tratando de um assunto muito amplo dentro da área financeira, este estudo tem como finalidade aprofundar o conhecimento e as relações de comportamento nas negociações de ações de empresas do ramo de energia elétrica realizadas na Bovespa. Os motivos que influenciam o comportamento das ações podem estar relacionados a inúmeros fatores: internos ou externos às empresas, naturais ou humanos, dentre outros. Sendo assim, desperta-se um interesse de estudo mais detalhado do comportamento das ações e os motivos que as fazem oscilar. Neste estudo pretende-se verificar algumas hipóteses a respeito dos motivos das grandes variações das ações no ramo de energia elétrica no Brasil, que ocorreram nos últimos anos, devido a fatores independentes aos objetivos das empresas, como por exemplo, o período do “apagão” que se deu em diversos estados brasileiros. Para se verificar como as grandes variações no valor das ações deste ramo estão especificamente relacionadas com acontecimentos que o mercado não previa, serão realizadas pesquisas em campo, estudos do comportamento das ações no passado, bem como visitas às instituições mencionadas anteriormente. Além disso, serão realizadas entrevistas com pessoas ligadas às empresas escolhidas para o estudo.

Problema de Pesquisa e metodologia

É uma questão que pergunta como as variáveis estão relacionadas (KERLINGER, 1980). Portanto, o problema de pesquisa levantado é o de avaliar se as grandes variações nos preços das ações negociadas na Bovespa são causadas especificamente por acontecimentos imprevistos pelo mercado. Para o problema de pesquisa adotado, duas hipóteses serão consideradas, sendo elas:

- Os preços das ações de companhias de energia elétrica negociadas na Bovespa oscilam bruscamente diante de algum acontecimento imprevisto pelo mercado.
- Os preços das ações oscilam bruscamente, porém os fatores causadores são inúmeros, não podendo ser relacionados totalmente ou parcialmente aos acontecimentos imprevistos.

Apesar de uma das variáveis do estudo, o preço das ações, serem de caráter quantitativo, o método utilizado para coleta e análise dos dados foi o qualitativo, pois os fatores influenciadores dos preços são difíceis de serem quantificados. Além disso, buscou-se o entendimento das relações de causa e efeito desses fatores. Neste projeto, o universo que foi estudado engloba todo o setor de empresas de energia elétrica que possuem ações negociadas na Bovespa. Além destas empresas, foram pesquisadas as instituições financeiras, como por exemplo as corretoras, e pessoas do ramo que estão relacionadas com o objetivo geral do trabalho, assim como gráficos, reportagens e fatos passados referentes ao assunto.

O tipo de amostra utilizada foi a não probabilística, devido principalmente às limitações geradas pelo tipo de amostragem probabilística. Para Gil (1991) a amostra é uma parte da população, que por seu intermédio se definem ou se estimam as características dessa população. Outro fator importante que levou a escolha deste tipo de amostra foi a acessibilidade às informações. A amostra adotada foi o estado de São Paulo, principalmente a capital, na região metropolitana da cidade. O número de entrevistas e visitas, em princípio, não foi definido, porém foi determinado assim que as informações obtidas foram suficientes para gerar uma análise confiável e significativa do estudo. As entrevistas foram feitas principalmente com pessoas que estão relacionadas ao objetivo do estudo em geral. Foram elas: os investidores, correntistas e conselho de acionistas. O tipo de entrevista que melhor refletiu o objetivo geral foi a despadronizada ou não estruturada. São explicadas por Diehl e Tatim (2004) como uma conversa informal, na qual o entrevistador tem a liberdade para desenvolver a entrevista em qualquer direção que considere a mais adequada. Geralmente as perguntas são abertas, podendo ser uma importante ferramenta para se explorar profundamente algum assunto.

Referencial teórico

Mercado de Capitais

De acordo com Cavalcante e Misumi (2001), no mercado de capitais são realizadas operações de longo prazo e intermediações na compra de participação de acionistas em empreendimentos. São negociados os capitais das empresas, ou seja, as ações e, também, os empréstimos que são concedidos às empresas sem intervenção de instituições bancárias, tais como debêntures, bônus, etc.

De acordo com Assaf Neto (2003), o mercado de capitais pode ser explicado da seguinte forma: O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento (ASSAF NETO, 2003, pág. 124).

Ainda segundo Assaf Neto (2003), o mercado de capitais é composto por instituições não bancárias, instituições componentes do sistema de poupança e empréstimo (SBPE) e diversas instituições auxiliares.

Bolsas de Valores

Para Cavalcante e Misumi (2001) as bolsas de valores são: As bolsas de valores, de acordo com o disposto na Resolução nº. 2.690 de 28.01.2000 do CMN, constituem-se como associações civis, sem fins lucrativos ou sociedades anônimas, e têm por objetivo social, entre outros, manter o local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliário, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros, pela autoridade monetária e, em especial, pela CVM (CAVALCANTE e MISUMI, 2001, pág. 34).

Atualmente existem 261 sociedades corretoras de valores, das quais 77 estão no Estado do Rio de Janeiro e 77 no Estado de São Paulo. Caso uma pessoa física ou jurídica, queira comprar uma sociedade corretora, este deverá adquirir um título patrimonial de emissão da bolsa ou de uma sociedade corretora que esteja interessada em vendê-lo. Desta forma, a venda deste título é feita através de leilão público (BOVESPA, 2004)

Além disso, através de seus pregões, as bolsas de valores disponibilizam preços de referência para todos os ativos negociados que estão relacionados à liquidez propiciada das aplicações (CAVALCANTE e MISUMI, 2001). De acordo com Assaf Neto (2003), é obrigação da bolsa de valores manter a ética e a rápida divulgação de todas as negociações realizadas. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão que supervisiona a bolsa de valores e auxilia na fiscalização do mercado de ações.

As bolsas têm o poder de auto regulação, ou seja, podem criar procedimentos para seus agentes e fiscalizar o cumprimento destas normas. Caso haja o descumprimento destas normas, as bolsas de valores podem aplicar advertências, multas, suspensões, exclusões e inabilitações quanto ao exercício de certas funções na bolsa ou nas corretoras (CAVALCANTE e MISUMI 2001).

Segundo Cavalcante e Misumi (2001), são obrigações das bolsas de valores:

- Disponibilizar ambientes adequados para que possam ser realizadas as transações tanto de compra como de venda de títulos;
- Ter estrutura adequada para a boa realização das operações efetuadas;
- Prontificar as negociações de modo que haja continuidade das cotações e liquidez dos títulos e valores mobiliários;
- Fiscalizar o cumprimento das disposições legais tanto pelos membros quanto pelas sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários, assim como penalizar infratores;
- Divulgar de maneira ampla e rápida as operações efetuadas;
- Dar garantia aos investidores dos títulos e valores negociados;
- Ter permissão de atuar com atividades de mesma finalidade que sejam permitidas por lei. Seu patrimônio é representado por títulos que pertencem às sociedades corretoras membros. Possui autonomia financeira, patrimonial e administrativa, mas está sujeita à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e obedece às diretrizes e políticas emanadas do Conselho Monetário Nacional (CAVALCANTE e MISUMI, 2001, pág. 70).

Índices de Bolsas de Valores

Trata-se de um valor responsável em medir o desempenho de uma carteira hipotética de ações de forma a se conhecer o comportamento do mercado em determinados períodos. Nessa carteira hipotética devem existir ações que expressem o comportamento registrado pelo mercado e que sejam sensíveis às suas oscilações, fazendo com que seja possível realizar o estudo de determinados títulos. Portanto, é importante dar prioridade às ações que tenham grande representatividade nas transações das bolsas (ASSAF NETO, 2003).

Um índice importante para a confecção deste estudo é o Índice de Energia Elétrica (IEE) que, segundo Fortuna (2002), foi criado em 1994 e é composto pelas 10 maiores

empresas de energia elétrica de geração ou distribuição. Seu objetivo é acompanhar, de maneira geral, o desempenho deste segmento.

Bovespa

A Bovespa foi fundada em 23 de agosto de 1890 e é considerado o maior centro de negociações com ações na América Latina. Tem como responsabilidade a qualidade dos serviços prestados aos investidores e às companhias abertas. A Bovespa firmou um acordo de integração em 2001 com todas as bolsas brasileiras a fim de se preparar para a globalização e fortalecer o mercado acionário brasileiro (CAVALCANTE e MISUMI, 2001).

Segundo a Bovespa (2004), “um título mobiliário tem liquidez quando pode ser comprado ou vendido em questão de minutos, a um preço justo de mercado, determinado pelo exercício natural das leis de oferta e demanda”.

A partir daí, a Bovespa vem oferecendo os mais diversos mecanismos de negociação de títulos de empresas cuidadosamente selecionadas em defesa do interesse público. Os mercados da Bovespa se classificam como a termo, à vista e de opções (BOVESPA, 2004).

- **Mercado a termo:** encontram-se operações com prazos de liquidação diferidos. Para atuar neste mercado, é necessário o registro na CBLC e um limite mínimo para a transação, sendo que um devedor pode liquidar a operação antes do seu vencimento (BOVESPA, 2004).
- **Mercado á vista:** compra e venda de lotes padronizados de ações, negociadas por um preço determinado na sessão do pregão ou por sistemas eletrônicos de negociação (CAVALCANTE e MISUMI, 2001).
- **Mercado de Opções:** Este mercado oferece ao investidor um direito de comprar ou vender um lote de ações para outro investidor, com prazo e preço estabelecidos anteriormente e contratualmente através do pagamento de um prêmio em dinheiro. Algumas das opções podem ser referenciadas em dólar, sobre o índice Bovespa (BOVESPA, 2004).

A Bovespa possui um quadro social integrado por sociedades corretoras que podem operar nos dois sistemas de negociação mantidos pela Bolsa: Pregão Viva Voz e Sistema Eletrônico de Negociação - Mega Bolsa (BOVESPA, 2004). A Assembléia Geral das Corretoras Membros é o órgão deliberativo máximo. Esta Assembléia reúne-se ordinariamente duas vezes por ano para deliberar sobre proposta orçamentária, aprovação das demonstrações financeiras do exercício anterior e para a eleição dos membros do Conselho de Administração (BOVESPA, 2004).

Títulos Negociados

As bolsas de valores negociam títulos de diversas naturezas e, de acordo com Cavalcante e Misumi (2001), além das ações, são negociados, também, debêntures, commercial papers, opção de compra e venda sobre ações de companhias abertas, quotas de fundos, bônus de subscrição, recibos de carteira de ações, títulos públicos e certificados de depósito de ações. De acordo com Bovespa (2004), os direitos e índices referentes às ações negociadas, recibos de depósitos de ações, quotas de fundos ou de clubes de investimentos, também são ativos negociados nas bolsas mediante autorização do Conselho de Administração ou por solicitação da bolsa à CVM.

A compra e venda de ações são realizadas através de corretoras, onde “o investidor emite uma ordem de compra ou venda à sua corretora e esta se encarrega de executá-la no pregão” CAVALCANTE E MISUMI (2001).

Mercado de Futuros

O objetivo destes mercados é a proteção de produtores primários, industriais, comerciantes, instituições financeiras e investidores com relação às variações sofridas nos preços de seus produtos e investimentos (FORTUNA, 2002). Ou seja, os mercados futuros facilitam a distribuição do visto entre os agentes econômicos interferindo na formação futura dos preços das mercadorias e ativos financeiros negociados nestes mercados.

As principais características são: (FORTUNA, 2002).

- Possibilidade de alavancagem de resultados;
- Elevado nível de risco envolvido;
- Envolvimento de pessoal altamente especializado;
- Agilidade do processo negocial;
- Necessidade de informações atualizadas;
- Atualização constante ao estado da arte da teleinformática.

BM&F

A Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) é uma associação sem fins lucrativos que organiza, regulamenta e fiscaliza mercados de liquidação futura com a função de fornecer condições físicas e organizacionais à realização de negócios entre clientes representados pelas corretoras de mercadorias associadas. A BM&F apenas cobra taxas daqueles que utilizam seus sistemas de negociação, câmaras de registros, compensação e liquidação (BOVESPA, 2004). Associação de caráter privativo, a BM&F possui títulos patrimoniais que pertencem a corretoras associadas, sendo que os mercados por ela administrados, regulamentados e fiscalizados pelo banco central do Brasil e pela comissão de valores mobiliários.

O objetivo da BM&F é organizar um mercado que disponibilize aos agentes econômicos a possibilidade de operar com hedge contra as flutuações de preços que acontecem com os tipos de commodities, por exemplo: produtos agropecuários, taxas de juros, etc., onde a incerteza com relação ao preço futuro é grande, o que pode acabar influenciando de forma negativa a atividade econômica (FORTUNA, 2002). As operações realizadas pela BM&F são: (FORTUNA, 2002).

- **Futuro:** “mercado em que as partes intervenientes numa operação assumem compromissos de compra e/ou venda para a liquidação (física e/ou financeira) em data futura”.
- **Opções sobre disponível:** “mercado em que uma parte adquire de outra o direito de comprar ou vender a commodity em determinada data, por preço previamente estipulado”.
- **Termo:** “no mercado a termo não há ajuste diário nem intercambialidade de posições, ficando os intervenientes vinculados um ao outro até a liquidação do contrato”.
- **Disponível (a vista ou spot):** “mercado onde se é feita a negociação de contratos para liquidação imediata”.

A BM&F é constituída sob a forma de associação. Seus títulos de sócios estão divididos nas categorias a seguir: (BOVESPA, 2004).

- **Membro de Compensação:** os detentores desse título são os responsáveis, perante a BM&F, pelo registro, pela compensação e pela liquidação de todos os negócios realizados em pregão de viva voz ou eletrônico.
- **Corretora de Mercadorias:** garante à pessoa jurídica que o detém, o direito de realizar operações em seu nome (carteira própria), e em nome de terceiros, seus clientes, em todos os mercados administrados pela BM&F.

- **Operador Especial:** pessoa física (ou firma individual) que opera diretamente em seu nome, não estando autorizada a realizar operações em nome de terceiros. O Operador Especial pode prestar serviços de cumprimento de ordens às Corretoras.
- **Sócio DL (com direito de liquidação):** pessoa jurídica autorizada a efetuar a compensação e a liquidação de operações com títulos públicos, títulos de renda fixa e ativos emitidos por instituição financeira.
- **Sócio DO (com direito de operação):** pessoa jurídica autorizada a intermediar e registrar operações com títulos públicos, títulos de renda fixa e ativos emitidos por instituição financeira. Os Sócios DO atuam como as Corretoras de Mercadorias, mas no âmbito dos sistemas de negociação de títulos públicos.
- **Corretora de Mercadorias Agrícolas:** embora com direitos semelhantes aos de uma Corretora de Mercadorias, os detentores desse título não-patrimonial podem operar diretamente apenas nos mercados de commodities agropecuárias.
- **Corretora Especial:** título que proporciona ao seu detentor o direito de registrar swap e opções flexíveis nos sistemas correspondentes da BM&F.
- **Operador Especial de Mercadorias Agrícolas:** como o Operador Especial, está autorizado a realizar negócios em seu próprio nome, mas somente nos mercados de commodities agropecuárias.
- **Corretor de Algodão:** opera com exclusividade no mercado físico de algodão. Esse mercado não faz parte dos pregões da BM&F, sendo as operações apenas registradas nos sistemas por ela colocados à disposição da categoria.
- **Sócio Efetivo:** título que assegura à pessoa física ou jurídica que o detém redução nos custos de transação.
- **Sócio Honorário:** pertencente à Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), na qualidade de instituidora da BM&F.

Ação

Ações são títulos que representam o capital social de companhias abertas, que são assim consideradas por negociarem seus títulos em bolsas de valores. Portanto, “uma ação representa a menor parcela do capital social de uma sociedade por ações” (FORTUNA, 2002). O papel das ações é refletir as expectativas dos investidores, por exemplo, em relação às perspectivas do país e às empresas de capital aberto.

Segundo Mellagi Filho e Ishikawa (2000), as empresas de capital aberto devem ser registradas na CVM e têm como obrigação, reportar, periodicamente, informações ao mercado, do seu comportamento social, econômico e financeiro.

Existem dois tipos de ação, as ações ordinárias e as ações preferenciais. Conforme Mellagi Filho e Ishikawa (2000), as ações ordinárias são aquelas que dão ao seu titular o direito de voto nas assembleias gerais e acionistas, e as ações preferenciais são aquelas que não dão o direito de voto, porém o titular tem preferência sobre os dividendos a serem distribuídos.

De acordo com Fortuna (2002), o preço de uma ação em bolsa surge através das condições de mercado, ou seja, da oferta e da demanda que refletem as condições econômicas do país e específicas da empresa e de seu setor econômico. Ainda segundo Fortuna (2002), existem duas escolas que estudam as tendências de preços das ações, que são:

- **Escola Gráfica:** toma por base análises gráficas, tanto por meio de gráficos de barras ou de ponto figura. Seus estudos têm como referência os volumes e os preços pelos quais foram comercializadas as ações nos pregões anteriores. É fundamental para a escolha no momento certo para comprar ou vender a ação.
- **Escola Fundamentalista:** se baseia nos resultados dos setores de cada empresa, inseridos na economia nacional e internacional. “É fundamental para a escolha da

empresa cuja ação deve ser adquirida e, por consequência, a determinação de qual deve ser vendida em um determinado intervalo de tempo”.

Mercado de Energia Elétrica

Nos anos 90 ocorreram inúmeros acontecimentos que influenciaram o setor de energia elétrica: a entrada do plano real e o aquecimento da economia, o esgotamento da capacidade de gerar energia por parte das hidrelétricas existentes, e a escassez de recursos do governo para atender a necessidade de novos investimentos na área. Todos esses fatores reunidos poderiam gerar uma grande crise no setor elétrico. Portanto, era preciso encontrar soluções que viabilizassem uma reforma do setor, com a inclusão de novos agentes e capitais privados, na qual o governo seria o agente orientador e fiscalizador dos serviços de energia elétrica (CCEE, 2004).

Em 1996, começaria uma nova fase no setor, com o projeto de Reestruturação do Setor Elétrico Brasileiro (RE-SEB). O novo modelo, sob a orientação da Secretaria Nacional de Energia do Ministério de Minas e Energia, concluiu que era preciso criar algumas entidades controladoras, que serão detalhadas posteriormente, onde fossem negociadas as compras e vendas de energia elétrica (CCEE, 2004).

- Uma Agência reguladora, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL).
- Um operador para o sistema, o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS).
- Um ambiente, a Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE).
- Uma operadora, a Administradora de Serviços do Mercado Atacadista de Energia Elétrica (ASMAE).

O projeto RE-SEB foi concluído em agosto de 1998, com a concepção do novo modelo definida. Em 2001 o Brasil passou por uma situação de racionamento, enfrentando uma crise do abastecimento de energia. Por isso, o Governo Federal criou a Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE), a fim de enfrentar a escassez de energia. Essa câmara era responsável por propor e implementar medidas emergenciais, de forma a evitar interrupções imprevistas do suprimento de energia elétrica. Com a missão de aprimoramento do novo modelo do setor elétrico brasileiro, a GCE criou o Comitê de Revitalização do Modelo do Setor Elétrico, que deveria encaminhar propostas para corrigir as disfunções e propor melhorias para o setor (CCEE, 2004).

A instalação do Comitê ocorreu em junho de 2001. Nesta data, acordou-se que os trabalhos desenvolvidos pelo Comitê deveriam buscar soluções que não alterassem os funcionamentos básicos do modelo do setor, dentre eles a competição nos segmentos de geração e comercialização de energia elétrica, a expansão dos investimentos necessários e a regulação dos segmentos que são monopólios naturais na transmissão e distribuição de energia. Essas soluções deveriam garantir a qualidade dos serviços e o suprimento de energia elétrica de maneira compatível com as necessidades de desenvolvimento do país (CCEE, 2004).

Segundo a ANEEL (2004), o mercado de energia elétrica está com um crescimento na ordem de 4,5% ao ano, devendo ultrapassar a casa dos 100 mil MW em 2008. Para suportar este crescimento e a demanda do mercado consumidor, o planejamento governamental de médio prazo indica a necessidade de investimentos na ordem de R\$ 6 a 7 bilhões/ano para expansão da matriz energética brasileira.

Algumas alterações devem ocorrer nos investimentos do setor de energia no Brasil. A instalação de centrais termelétricas a gás natural é uma delas. Estas exigem prazos de implementação e investimentos menores que as hidrelétricas. Outras alterações serão: a ampliação das importações de energia da Argentina, Venezuela e Bolívia, e a interligação elétrica entre o norte e o sul do país, implicando em maiores investimentos na rede de transmissão (ANEEL, 2004).

Ainda segundo a ANEEL (2004), as principais oportunidades de negócios no mercado de energia elétrica nacional estão ligadas à oferta de novos empreendimentos de geração para exploração pela iniciativa privada e à construção de linhas de transmissão, bem como à privatização de ativos de sistemas de distribuição e de geração. Outro foco se concentra na universalização do atendimento às comunidades isoladas da região norte do país e ao meio rural, que devem estar concluídos até 2005.

O sistema elétrico brasileiro apresenta hoje, como característica particular, um parque produtor de geração de energia predominantemente hidráulica com grandes extensões de linhas de transmissão. O mercado consumidor está, em sua maioria, localizado nas regiões sul e sudeste, que são as mais industrializadas. A região norte é suprida por pequenas centrais geradoras, a maioria termelétrica (ANEEL, 2004).

A expansão do consumo de energia elétrica apresentou índices de crescimento bem superiores ao Produto Interno Bruto (PIB), provocada principalmente pelo crescimento populacional concentrado das zonas urbanas, da modernização da economia, e do esforço de aumento da oferta de energia (ANEEL, 2004).

A participação é dividida entre as classes de consumo residencial, comercial, rural e industrial, cabendo às indústrias o menor ganho de participação, nos últimos anos, em relação às outras classes. Isto ocorreu, principalmente pela utilização de tecnologias mais eficientes no uso final da eletricidade, por parte das indústrias, além das medidas de racionalização de consumo colocadas em prática (ANEEL, 2004).

A regulação da qualidade dos serviços é sem dúvida um ponto muito importante para o funcionamento adequado dos serviços públicos de energia elétrica (AGERGS, 2004). A qualidade dos serviços de energia elétrica consta de três aspectos principais, segundo a AGERGS (2004). São eles:

- **Continuidade dos Serviços:** conceito ligado à duração e frequência das interrupções no fornecimento de energia elétrica. Apresentam vários indicadores que objetivam caracterizar o desempenho dos sistemas de energia elétrica neste aspecto, podendo-se caracterizar a continuidade do serviço tanto do ponto de vista do sistema elétrico como do ponto de vista dos clientes.
- **Qualidade Comercial:** conceito ligado à obrigatoriedade de garantir a defesa dos consumidores nas suas relações com as empresas concessionárias de energia elétrica, incluindo-se alguns aspectos de natureza técnica do atendimento.
- **Qualidade da Onda de Tensão:** conceito ligado às perturbações na onda de tensão, envolvendo os níveis de tensão na rede, os oscos de tensão (afundamentos de tensão), as distorções provocadas por harmônicas, os micro cortes, etc. Trata-se de regulação claramente vinculada a qualidade do produto de energia elétrica.

Resultados e análise dos dados

Estudo de Caso 1 – Visão por parte das Empresas

A distribuição de energia no Brasil sofreu algumas mudanças ao longo dos anos. Quando a Aneel foi criada, cada consumidor brasileiro ficava sem energia elétrica, em média, 21 vezes por ano, num total de quase 26 horas. Hoje, esses números caíram para 14,8 interrupções, num total de 18 horas. A queda revela o êxito da orientação aos agentes do setor para garantir a segurança da energia fornecida, dentro do propósito fiscalizador, mais preventivo que punitivo.

Em 2004, o ano foi marcado pela definição do marco regulatório e pelo crescimento do consumo de energia elétrica, na ordem de 5%, alavancado pela retomada do crescimento econômico. Além disso, a valorização do real perante as moedas estrangeiras permitiu que as empresas de energia, grandes devedoras em moedas estrangeiras criassem um cenário econômico mais favorável. A única empresa que não se encontra nesta situação é a Eletrobrás, uma vez que possui mais ativos que passivos dolarizados.

Outro fato que pode ser considerável para o setor é a retomada de investimentos, como por exemplo, o Programa Luz para Todos, de universalização de energia. Porém, apesar da boa fase que o setor apresenta, existem também fatos como a descontração de energia de algumas empresas, fato este impulsionado pela sobra de energia no mercado. Diante do setor de energia elétrica no Brasil, podem-se destacar alguns pontos positivos e outros negativos, de acordo com algumas notas divulgadas pelas corretoras de valores em 2005.

Pontos Positivos:

- Não há previsão de nova crise de abastecimento de energia num período estimado de 3 anos;
- O consumo de energia voltou a crescer cerca de 5,0% ao ano;
- Retomada de investimentos no setor de transmissão e distribuição;
- Câmbio estável gerando menor pressão sobre os custos da empresa.

Pontos Negativos:

- Hábitos de economia adquiridos pelos consumidores residenciais durante o racionamento resultaram em encolhimento do mercado de energia;
- Questões ambientais atrasam os investimentos em aumento de geração;
- Baixos preços praticados no leilão de energia realizado em dezembro de 2004 trouxe apreensão em relação à atração de novos investimentos em geração.

Informações Sobre as Empresas

VBC Energia - CPFL Energia: A CPFL Energia é controlada por acionistas nacionais que se situam entre os mais expressivos grupos empresariais brasileiros, em suas áreas de atuação, aliados aos maiores fundos de pensão do País, contando ainda, desde a capitalização realizada em 2003, com a participação do BNDESPAR em seu capital. É formada pelas:

VBC Energia S.A. : Tem como acionistas o Grupo Votorantim, a Bradespar - holding controlada pelo Bradesco, um dos maiores conglomerados financeiros do país, e o Grupo Camargo Corrêa. Representa 37,7% da composição acionária.

521 Participações S.A.: A 521 Participações S.A. é o fundo de investimentos da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - Previ. Representa 33,06% da composição acionária.

Bonaire Participações S.A. : Veículo de investimento pertencente ao consórcio formado por fundos de pensão, do qual participam a Fundação Cesp - Funcesp, a Fundação Petrobras de Seguridade Social - Petros, a Fundação Sistel de Seguridade Social e Fundação Sabesp de Seguridade Social - Sabesprev. Representa 13,62% da composição acionária.

BNDES Participações S.A. - BNDESPAR. A BNDESPAR - BNDES Participações S.A. é uma empresa governamental, que faz parte do sistema BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Representa 5,1% da composição acionária.

A composição societária da CPFL Energia, dividida em três grandes grupos:

- **Distribuição:** Ramo da empresa responsável pela distribuição de energia e que participa em outras duas empresas, sendo elas: CPFL Piratininga, com 97,41% e RGE, com 67% aproximadamente.
- **Comercialização :** Ramo da empresa responsável pela comercialização de energia, com participação de 100% na CPFL Brasil.
- **Geração:** Ramo da empresa responsável pela geração de energia, com participação de 100% nas empresas CPFL e Cemesa, 65 % na Ceran, 48,72% na Enercan, 40% na Foz do Chapecó e 25% na Baesa.

Resumo das Entrevistas

Tanto a entrevista com a empresa CPFL Energia quanto com a Empresa “X” foram conduzidas de forma a buscar informações que solucionassem os problemas apresentados inicialmente. Através de um quadro de variáveis, foram efetuadas algumas perguntas adicionais para o esclarecimento dos problemas. Diante dos Stakeholders apresentados no questionário em anexo, os resultados foram os seguintes:

- Em sua maioria os Governos Municipais não afetam as empresa de energia, mas os Governos Estaduais podem afetar de alguma maneira, através de algum plano ou acordo, mas atingindo apenas empresas estatais, como por exemplo, CEMIG ou COPEL.
- O Ministério da Fazenda pode influenciar o mercado de energia elétrica com algum novo Plano Econômico, mas de certa forma, esta ação afetaria a economia de forma geral.
- O BNDES já possui um grau de influência maior que os anteriores, em função de novos pacotes de incentivos para investimentos do setor que poderia gerar novas oportunidades aos investidores.
- Quanto aos Órgãos de Defesa do Meio Ambiente, estes podem exercer influência específica no caso das empresas de geração de energia. Um exemplo desta situação são as empresas que anunciam novos projetos de geração de energia, mas que ainda dependem de aprovações e licenças ambientais e quando estas não são obtidas o ônus causado pode gerar reflexos negativos no desempenho da empresa perante os investidores.
- Os Sindicatos não causam efeitos nas empresas, pois a probabilidade de acontecer greves de funcionários no setor é consideravelmente pequena.
- Quanto à sociedade civil e pequenos investidores, apenas um evento em massa poderia causar algum efeito no valor das ações de uma empresa, e caso este evento não esteja relacionado a algum dos explicados anteriormente, a probabilidade de que isto aconteça é muito pequena.
- Por último, podemos citar órgãos como a ANEEL e Ministério das Minas e Energias. Estes órgãos também são causadores de mudanças significativas, pois uma vez que uma nova norma/regulamentação é anunciada, o reflexo no mercado pode ser imediato.

Adicionalmente, em resposta às questões efetuadas posteriormente, foi possível identificar nas duas empresas que:

- Existem fatos imprevisíveis que podem ocasionar grandes variações nos preços das ações, como por exemplo, o caso do “apagão” e seus reflexos a partir de 2001;
- Tanto no setor de energia elétrica como nas duas empresas, as oscilações apresentadas tiveram um motivo, seja ele previsível ou não. Em nenhum momento ocorreram variações sem que não houvesse uma explicação.
- Do ponto de vista das empresas, não existem variações imprevistas. Desta forma os investidores sempre estarão preparados para qualquer fator que possa ser responsável pela alteração dos preços. No momento em que algum fato novo ocorre, o mercado começa a se ajustar, fazendo com que o reflexo no valor das ações não provoque variações inexplicáveis.
- Com relação ao “apagão”, a falta de planejamento questionada era um assunto conhecido por essas empresas e não atrapalharia a análise em questão, sendo que em alguns momentos pode até gerar as confirmações necessárias para este trabalho.
- Por fim, a questão da privatização das empresas de energia torna este setor atrativo para os investidores. Na visão da CPFL, por exemplo, o investidor sentia a falta de um

grande setor para realizar investimentos e com o Leilão de energia ocorrido no início do ano além de outras privatizações, este setor passa a ter grande interesse por parte dos investidores.

Diante dos resultados, nota-se que a opinião das empresas segue uma mesma linha, mostrando a sinergia que há no setor quando analisados os fatores que podem influenciar seus negócios. Esta informação foi confirmada com as empresas, que deixaram claro as semelhanças nas respostas efetuadas.

Estudo de Caso 2 – Visão por parte das Corretoras

Esta parte do estudo em campo foi de grande importância, ajudando a dar continuidade aos resultados do trabalho. Num primeiro momento foi possível obter a confirmação de alguns dados obtidos junto às empresas, a fim de gerar maior credibilidade as informações. Além disso, foi possível obter uma visão do problema de um outro ângulo, o de fora das empresas. Isto é importante no sentido de eliminar qualquer tipo de inconsistência nas informações passadas de forma errada, de forma proposital ou não, por parte das empresas.

As entrevistas foram realizadas em duas corretoras diferentes, com pessoas diretamente relacionadas ao assunto, que estão inseridas e habituadas a este mercado a um bom tempo. Por se tratar de um mercado onde toda e qualquer tipo de informações tem um grande poder de persuasão sobre as pessoas e suas diferentes opiniões, nenhuma das duas corretoras concedeu autorização de divulgar nomes, a fim de preservar a confidencialidade e o anonimato das informações passadas. Portanto serão nomeadas como corretoras “A” e “B” ao longo das análises.

Informações Sobre as Corretoras

As corretoras são instituições financeiras que são habilitadas, mediante a Bovespa e a CBLC, a intermediar as transações de compra e venda entre os investidores em bolsa de valores. De alguns anos até hoje, cada vez mais, as corretoras procuram diferenciar seus serviços com o intuito de sempre atender melhor seus clientes, que são os investidores. A seguir algumas informações específicas das corretoras estudadas.

Corretora A

Foi fundada em 1968 e desde essa data acompanha as mudanças que ocorrem no país, sempre ampliando seus serviços e remodelando sua estrutura, a fim de melhorar o atendimento aos clientes. Em 1999 criou e implementou o seu sistema de investimento online, homebroker, visando atender melhor seus investidores potenciais. Sua equipe trabalha constantemente na melhoria e desenvolvimento desta ferramenta, para que, cada vez mais, o serviço possa atender as diferentes exigências dos clientes.

Corretora B

Ingressou no mercado em 1993, com um grande objetivo já traçado, sendo ele a especialização na intermediação de negócios. Inicialmente atuou no segmento de Commodities, Futuros e Derivativos, expandindo seus negócios rapidamente para o mercado financeiro. Em 1996 passou a representar seus clientes diretamente nas bolsas de valores e desde então vem consolidando sua participação nos diversos tipos de mercados, sempre visando uma boa intermediação dos negócios de seus clientes. A corretora é reconhecida por seu pessoal técnico especializado, por sua atuação, parcerias e qualidade dos serviços oferecidos, sempre investindo frequentemente no aprimoramento e na capacidade técnica de sua equipe de profissionais. Sua visão de futuro é a de oferecer melhores opções, alternativas e diversificação dos investimentos aos seus clientes, com o intuito de manter suas qualidades num ambiente globalizado e competitivo.

Resumo das Entrevistas

Em ambas as entrevistas, as informações colhidas foram muito semelhantes no que diz respeito aos tipos de fatores externos que influenciam os preços das ações das empresas do ramo de energia elétrica. Segundo as informações, os preços das ações se ajustam automaticamente aos fatores externos do mercado, ou até mesmo pela simples notícia de algum acontecimento. Este tipo de comportamento é conhecido como mercado eficiente. A seguir um trecho de uma das entrevistas que mostra claramente como o mercado neste ramo reage aos fatores externos de uma maneira eficiente.

- **Entrevistador:** Considerando o ramo de energia elétrica no Brasil, quais os principais motivos das variações nos preços das ações?
- **Consultor:** Especulação, mudanças do governo em relação ao setor, etc.
- **Entrevistador:** Tomando como exemplo as mudanças no governo que geram variação nos preços, podemos dizer que elas são previstas ou imprevistas pelos investidores?
- **Consultor:** Geralmente sempre tem alguém sabendo antes.
- **Entrevistador:** Mas essas pessoas que estão sabendo antes, prováveis grandes investidores, eles especulam o preço da ação antes das mudanças ocorrerem ou o preço varia somente depois das mudanças do governo?
- **Consultor:** Eles montam posições que favorecem se a notícia sair.
- **Entrevistador:** Quer dizer que os preços variam apenas com as notícias das mudanças e não com as mudanças efetivamente?
- **Consultor:** Sim.
- **Entrevistador:** Então com base nesta hipótese causadora de uma variação de preços, na grande maioria das vezes as notícias são imprevisíveis? Pois se fossem previsíveis, todos estariam preparados e os preços iriam mudar sem ao menos ter alguma notícia.
- **Consultor:** Correto.

Ao desenrolar das entrevistas, observou-se também que ao falarem a respeito do ramo de energia elétrica, as características de comportamento eram muito semelhantes as de outros ramos do mercado acionário. Em muitos momentos referiram-se ao setor como o próprio mercado acionário no Brasil.

Análise de Gráficos

De acordo com o gráfico da figura 1, é possível identificar um período de descolamento entre as linhas do gráfico que representam os índices da IBOVESPA e da Eletropaulo no ano de 2001. Neste período houve o chamado período do “apagão”, que foi uma queda de energia generalizada atingindo várias cidades do país.

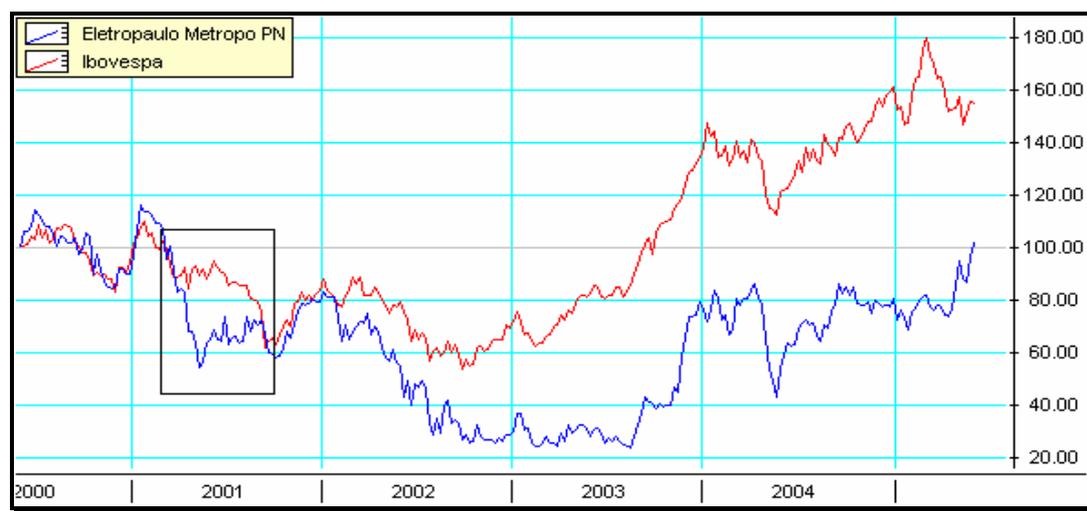


Figura 1: Gráfico Comparativo Eletropaulo x IBOVESPA
 Fonte: Economatica (2005).

O quadro do setor de energia elétrica, deste período em diante apresentou alguns fatos importantes que afetaram a economia e também são considerados fatos inesperados que afetaram os valores das ações das empresas. Ao analisar o descolamento das linhas no gráfico, em 2001, pode-se ver o começo do reflexo do “apagão”, falta de energia generalizada conforme artigo publicado por Jannuzzi (2001). Com as medidas do racionamento as empresas de energia viram de um dia para o outro os consumidores consumindo menos, gerando menos receita e do outro lado os custos e despesas das empresas mantendo os mesmos patamares.

A conclusão deste fato é a posterior desvalorização de suas ações quando comparadas à evolução do IBOVESPA ocasionadas pela mudança de comportamento dos consumidores.

Tomando como referência agora o índice de energia elétrica IEE, que agrega os valores de várias ações do ramo de energia elétrica, notamos visualmente pelo gráfico na figura 2 que este tem uma forte correlação com o índice Bovespa. Isto confirma as informações passadas pelas corretoras de que o ramo de energia tende a seguir a eficiência de mercado, sofrendo variações diante das mudanças governamentais que influenciam o mercado acionário como um todo.



Figura 2: Gráfico Comparativo IEE x IBOVESPA
 Fonte: Economatica (2005).

Cruzamento dos Dados Coletados – Empresas, Corretoras, Gráficos

Nesta parte do trabalho os dados coletados das empresas, das corretoras e dos gráficos foram cruzados uns com os outros a fim de gerar os pontos comuns, divergentes e complementares em relação ao problema de pesquisa.

Pontos Comuns

- O mercado reage de forma eficiente diante dos acontecimentos que ocasionam variações nos preços das ações, podendo elas ser bruscas ou não.
- Podem ser considerados acontecimentos responsáveis por variações todos os fatos ligados diretamente ao setor, como também simples notícias.
- Todo e qualquer acontecimento ou notícia relacionada ao setor provoca variações nos preços das ações.
- Outros setores do mercado de ações se comportam de forma semelhante ao de energia elétrica, com relação aos motivos que fazem as ações oscilar.

Pontos Divergentes

- Para as corretoras, o foco principal são os investidores, enquanto que para as empresas o foco são elas mesmas.
- Para as empresas, as variações dos preços estão sempre ligadas a algum acontecimento, ou seja, são previsíveis pelos investidores, enquanto que para as corretoras nem sempre os acontecimentos e variações estão interligados. Porém em ambos os casos sempre existem explicações para as variações, mesmo que puramente especulativa.

Pontos Complementares

- De acordo com as análises dos gráficos, o setor de energia elétrica acompanha, em boa maioria do tempo, o mercado como um todo.

Considerações finais

Com base no estudo realizado sobre a influência de fatores imprevistos do mercado sobre os preços das ações das empresas de energia elétrica, pôde-se observar que o mercado atuante neste ramo age de forma eficiente, ou seja, nos preços das ações negociadas já estão embutidos os valores equivalentes às informações que são consideradas imprevistas. Tomando como base este conceito de eficiência de mercado, não existe a possibilidade de os acontecimentos serem previstos e os preços das ações oscilarem, uma vez que se fossem previstos, os preços já estariam ajustados a tal acontecimento. Logo, a hipótese que deu origem a este trabalho, de que os preços das ações de companhias de energia elétrica negociadas na Bovespa oscilam bruscamente diante de algum acontecimento imprevisto pelo mercado, foi confirmada. Conclui-se que não apenas as oscilações bruscas, mas também todo e qualquer tipo de oscilação são geradas por acontecimentos imprevistos. Segundo as informações coletadas, acontecimentos podem ser considerados desde uma simples notícia até algum fato real, ou seja, tudo que é responsável pela variação dos preços das ações.

Segundo as corretoras, que estão acostumadas a lidar com grandes investidores todos os dias, ficou claro que diante de determinados acontecimentos no mercado, tais investidores formam posições que sejam favoráveis aos seus investimentos, gerando rapidamente um ajuste dos preços ao que o mercado considera o preço justo por determinada ação.

Desta forma, para os investidores que não possuem ações em carteira, não é possível obter grandes lucros com base em notícias divulgadas por mídia ou fatos inesperados, uma vez que a tentativa de se posicionar visando uma boa rentabilidade será dificultada ou quase nula perante o mercado e os grandes investidores, pois o preço já estará ajustado à informação.

O conceito de mercado eficiente pode ser definido por Ross (1996) como um mercado de capitais nos quais os preços de ações refletem completamente as informações disponíveis.

Isto significa que as informações que estão disponíveis aos investidores sempre estarão assimiladas nos preços das ações. Este quadro caracteriza-se pelo modelo semi-forte de eficiência de mercado proposto por Ross (1996). Além disso, foi concluído que o modelo de mercado eficiente pode ser utilizado em diversos setores do mercado acionista e não somente no de energia elétrica. Isto significa que possivelmente se este estudo fosse realizado em outros setores, a resultado seria o mesmo, salvo exceções.

Referências Bibliográficas

- AGERGS, **Agência Estadual de Regulação dos Serviços Públicos Delegados do Rio Grande do Sul**. Disponível em: <<http://www.agergs.rs.gov.br>>. Acesso em 27 nov. 2004.
- ANEEL, **Agência Nacional de Energia Elétrica**. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br>>. Acesso em 27 nov. 2004.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 4ª ed.. São Paulo: Atlas, 2003.
- BERCHIELLI, Francisco O. **Economia Monetária**. São Paulo: Saraiva, 2000.
- BOVESPA, **Bolsa de Valores de São Paulo**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 10 nov. 2004.
- CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Y. **Mercado de Capitais**. 5ª Tiragem. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- CCEE, **Câmara de Comercialização de Energia Elétrica**. Disponível em: <<http://www.mae.org.br>>. Acesso em 27 nov. 2004.
- CPFL, **Companhia Paulista de Força e Luz**. Disponível em: <<http://www.cpf.com.br>>. Acesso em 10 mai. 2005.
- DIEHL, Astor Antônio; TATIM, Denise Carvalho. **Pesquisa em Ciências Sociais Aplicadas; Métodos e Técnicas**. São Paulo: Prentice Hall, 2004.
- ECONOMATICA, **Economática Tools for Investment Analysis**. Disponível em: <<http://www.economatica.com.br>>. Acesso em 15 mai. 2005.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro; Produtos e Serviços**. 15ª ed.. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.
- GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 3ª ed.. São Paulo: Atlas, 1991.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7ª ed.. São Paulo: Harbra, 1997.
- GODOY, Arilda Schmidt. Introdução à Pesquisa Qualitativa e suas Possibilidades. **ERA – Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 35, n. 2, p. 57-63, mar./abr. 1995.
- JANNUZZI, Gilberto de Martino. Planejando a Crise de Energia. **Newsletter num. 20**, São Paulo, 2001. Disponível em: <<http://www.ambientebrasil.com.br>>. Acesso em 10 mai. 2005.
- KERLINGER, Fred N. **Metodologia da Pesquisa em Ciências Sociais**. São Paulo: EPU: EDUSP, 1980.
- KÖCHE, José C. **Fundamentos de Metodologia Científica; Teoria da Ciência e Prática da Pesquisa**. Petrópolis: Vozes, 1997.
- MARCONI, Marina de A.; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de Pesquisas**. 3ª ed.. São Paulo: Atlas, 1996.
- MARCONI, Marina; LAKATOS, Eva. **Técnicas de Pesquisas**. São Paulo: Atlas, 1985.
- MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.
- OLIVEIRA, Silvio Luiz de. **Teoria, Métodos e Técnicas de Pesquisas**. 4ª ed.. São Paulo: Independente, 1994.
- RICHARDSON, Roberto J. et al. **Pesquisa Social: Métodos e Técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.
- ROSS, Stephen & Jaffe, J.F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1996.
- SANTOS, Antonio Raimundo. **Metodologia Científica: a Construção do Conhecimento**. Rio de Janeiro: DP&A, 1999.