

## ÁREA TEMÁTICA: Finanças

### Processo Decisório de Estrutura de Capital: Um Estudo de Caso da CPFL Energia

#### AUTORES

**DANIELLI A. G. OTUKA**

Universidade Presbiteriana Mackenzie

danielli.otuka@gmail.com

**JOHAN HENDRIK POKER JUNIOR**

Universidade Estadual de Campinas - UNICAMP

johan.poker@fca.unicamp.br

**SENICHIRO KOSHIO**

Universidade Presbiteriana Mackenzie

senichiro.koshio@uol.com.br

#### RESUMO

Este artigo tem como objetivo analisar como são tomadas as decisões sobre a estrutura de capital no caso da CPFL Energia. Especificamente, o trabalho procurou identificar quem são os principais participantes deste processo e em que condições essas decisões são tomadas. A pesquisa se baseou na análise de informações coletadas através de uma entrevista com o Diretor de Finanças Corporativas da empresa. As informações foram separadas por categorias e o conteúdo foi analisado qualitativamente. Os resultados encontrados indicam que a empresa adota um modelo de tomada de decisão baseado em decisões programadas, feitas com a participação de uma Diretoria Colegiada, apresentando consistência com os pressupostos de Mintzberg (1973): uma organização é como um fluxo de processo decisório, interligados pelos diferentes papéis que os diversos participantes desempenham nas diversas etapas do processo decisório. Adicionalmente, verificou-se que as decisões são tomadas levando em consideração o custo e o prazo. De fato, a primeira opção é normalmente pelo uso do capital de terceiros, especialmente do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), que tem o menor custo de longo prazo do mercado, e complementada no mercado de capitais, via emissão de debêntures, e, por último, por meio de emissão de novas ações. Esta prática está de acordo com a Teoria de *Pecking Order*, na qual o gestor procura primeiramente as fontes de recursos com menores custos antes de recorrer às alternativas com custos maiores, estabelecendo uma hierarquia entre as fontes de capital.

Palavras Chave: Processo decisório, estrutura de capital, finanças corporativas.

#### ABSTRACT

The aim of this study is to analyze how decisions on the capital structure are made in the case of CPFL Energia. Specifically, it is aimed to identify who are the main participants in the decision making process and what are the conditions under which these decisions are made. The research was based on the analysis of information collected through an interview with the company's Director of Corporate Finance. The collected information was separated into categories and the contents were analyzed qualitatively. The results indicate that the company adopts the programmed decision making model, with the participation of a Collegiate Board of Directors, which is consistent with Mintzberg (1973): an organization is a stream of decision making process, interconnected by different roles, played by various participants at different stages of the process. Additionally, it was found that the decisions are made by

taking into account the costs and the terms of financing. In fact, the first option is usually the debt financing from the BNDES (Economic and Social Development Bank in Brazil), the long term funding at the lowest cost available in the market, complemented by issuing bonds in the capital market, and, in the last, by the equity financing. This practice supports the Pecking Order Theory, in which the financial manager chooses lower cost resources before looking for higher cost alternatives, following a hierarchy in the sources of capital.

Key Words: Decision making process, capital structure, corporate finance.

## 1. INTRODUÇÃO

A estrutura de capital é um dos principais temas de pesquisa em Finanças com um forte conteúdo técnico do mercado financeiro, na busca da compreensão do processo de minimizar o custo de capital e maximizar o valor da empresa. No entanto, as análises do conteúdo técnico não são suficientes para compreender como o processo decisório de estrutura de capital ocorre em empresas, como os estudos na área de Finanças Comportamentais vêm destacando.

Neste contexto, propõe-se adotar um pensamento sistêmico para analisar o processo decisório de estrutura de capital, sob a ótica da Sociologia e da Psicologia Social, indo além do conteúdo técnico e estabelecendo conexões entre as teorias financeiras e as teorias dessas ciências sociais. Em especial, sabe-se que as teorias tradicionais de estrutura de capital foram construídas com base no paradigma de racionalidade ilimitada dos agentes econômicos e têm como pressupostos a relevância ou não da estrutura de capital para o desempenho de empresas. Ao incorporar novos paradigmas relacionados ao modelo de racionalidade limitada, proposto inicialmente por Simon (1979) e bastante desenvolvido atualmente no campo de Finanças Comportamentais, é possível obter uma compreensão mais abrangente acerca do tema.

Neste estudo de caso, optou-se por analisar qualitativamente como é o processo decisório de estrutura de capital da CPFL Energia, considerando as condições em que essas decisões são tomadas e as variáveis que podem interferir ou influenciar nesse processo, além de estabelecer uma relação desse processo com as principais teorias financeiras. A pesquisa foi realizada com base nos dados obtidos a partir de entrevista realizada com o Diretor de Finanças Corporativas e pela análise de documentos de Governança Corporativa disponíveis no *site* da empresa.

Na sequência, são definidos o problema de pesquisa e os objetivos do estudo e, após a revisão dos conceitos e principais teorias de estrutura de capital e de processo decisório, são apresentados os procedimentos metodológicos, a análise dos resultados e as considerações finais.

## 2. PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVOS

Segundo os pressupostos de Finanças Comportamentais, é necessário incorporar os desvios da racionalidade e as peculiaridades do comportamento humano, que antes eram ignorados e incompatíveis com a racionalidade ilimitada das teorias financeiras com objetivos descritivos e prescritivos (BARROS e SILVEIRA, 2006). Neste contexto, um problema de pesquisa que se emerge é identificar a percepção do gestor com relação à influência desses aspectos na tomada de decisão na estruturação de capital.

O objetivo geral do trabalho é conhecer como são tomadas as decisões sobre a estrutura de capital no caso da CPFL Energia.

Os objetivos específicos são:

- Identificar os indivíduos envolvidos no processo de tomada de decisão de estruturação de capital;
- Descrever como é o processo decisório de estrutura de capital; e
- Analisar a percepção do gestor e o seu papel no processo decisório de estrutura de capital.

### 3. REFERENCIAL TEÓRICO

#### 3.1. Estrutura de Capital

A estrutura de capital de uma empresa está relacionada à composição das fontes de capital, compreendendo o capital de terceiros (exigível) e o capital próprio (patrimônio líquido).

A literatura em Finanças em geral aponta que o custo de capital de terceiros é, na maioria das vezes, inferior ao de outras formas de capital, devido às suas características específicas, tais como: os credores exigem retornos relativamente menores por assumirem menores riscos do que os acionistas; têm preferência sobre lucros ou ativos disponíveis para o recebimento do retorno; podem exercer pressão legal sobre a empresa em busca de pagamento; e têm a possibilidade de dedução dos pagamentos de juros no cálculo do imposto de renda. A estrutura ótima de capital é aquela em que há um equilíbrio entre os benefícios e os custos do uso do capital de terceiros, de tal forma que o custo médio ponderado de capital seja minimizado, maximizando o valor da empresa.

O marco inicial dos estudos sobre a estrutura de capital foi o artigo “*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*” de Franco Modigliani e Merton H. Miller, em que comprovam que a estrutura de capital não afeta o valor da empresa, na medida em que o custo de capital próprio aumenta progressivamente com o aumento do uso do capital de terceiros, de uma forma tal que o custo médio ponderado de capital mantém-se constante. Este estudo foi baseado em pressupostos muito rígidos, como a proposição de mercado perfeito caracterizado por: ausência de impostos; inexistência de custo de corretagem, de custos de falência ou lançamento de títulos, que os investidores possuem as mesmas informações que os administradores acerca das oportunidades e perspectivas da empresa (informação simétrica), e que os investidores podem obter empréstimos com a mesma taxa que as corporações e definida pelos participantes do mercado (MODIGLIANI e MILLER, 1958).

Os mesmos autores publicaram um trabalho complementar, intitulado “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”, no qual eliminavam o pressuposto da inexistência de imposto de renda da pessoa jurídica. Com esta imperfeição de mercado, os juros de dívida podem ser deduzidos do lucro tributável e assim reduzir o valor de impostos sobre o lucro, o que gera um benefício fiscal a empresa e, consequentemente, as empresas devem se financiar com o máximo de capital de terceiros (MODIGLIANI e MILLER, 1963).

Miller (1977) ampliou esse estudo, introduzindo os efeitos do imposto de renda de pessoa física. A incorporação desta tributação diminui o benefício fiscal obtido com a proposição anterior, pois o pagamento de impostos sobre seus ganhos faz com que os credores exijam maiores taxas de juros para compensar o risco associado, elevando o custo do capital de terceiros. O autor também admitiu a inclusão dos custos de concordata e de falência, que passam a fazer com que exista um ponto intermediário, que equilibra as vantagens fiscais e os custos de concordata e falência.

DeAngelo e Masulis (1980) fizeram uma revisão nos estudos e teorias iniciais de estrutura de capital propostos por Modigliani e Miller, com a incorporação da análise e efeito dos impostos sobre pessoas físicas e jurídicas. Este ponto passa a ser relevante nas teorias posteriores, como a Teoria de *Trade-Off*, segundo a qual as empresas estabelecem uma meta de estrutura de capital e procuram meios de estabelecer um balanceamento entre o capital de terceiros e o capital próprio que atenda a esta meta ao longo do tempo. Mesmo existindo uma tributação diferenciada para pessoas físicas e jurídicas, haveria uma compensação de mercado para equilibrar a oferta em favor da irrelevância entre o capital de terceiros e o capital próprio.

Jensen e Meckling (1976) fizeram uma crítica às abordagens anteriores que desconsideram os elementos internos da empresa, dando origem a uma nova abordagem no estudo de estrutura de capital, a Teoria da Agência ou *Agency Cost Framework*. Segundo esta teoria, quando uma empresa utiliza o capital de terceiros, podem surgir conflitos de interesse entre gestores, acionistas e credores e tais conflitos impõem à empresa os chamados custos de *agency*, ou seja, custos assumidos pelos acionistas para minimizar os problemas que surgem com a possibilidade de gestores colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa. Além disso, esses custos podem reduzir o valor de mercado da empresa e são acentuados quando a situação é de dificuldade financeira.

Com a Teoria da Sinalização (*Signaling Framework*), proposta por Ross (1977), verifica-se que as decisões financeiras estão baseadas na percepção que os gestores têm com relação ao valor das ações de sua empresa no mercado. Com isto, um bom nível de informações permitiria uma análise mais ampla sobre o preço das ações (se ativos estão sub ou superavaliados), e consequentemente, auxiliam na tomada de decisão.

Esta teoria é baseada no conceito de assimetria informacional, no qual os gestores e os acionistas não possuem as mesmas informações sobre as perspectivas da empresa. Parte deste pressuposto a idéia de que os gestores do negócio estão mais bem informados que os acionistas. Desta forma, ao buscar um novo capital de terceiros em vez de capital próprio, os gestores estariam sinalizando ao mercado que o preço de suas ações está subavaliado. Esta informação mudaria a expectativa no mercado e as ações da empresa passariam a ser mais valorizadas. Em contrapartida, ao emitir novas ações da empresa, os gestores estariam sinalizando ao mercado que o preço das ações da empresa está superavaliado. Esta informação mudaria a expectativa de tal forma que as ações da empresa passariam a ser menos valorizadas.

Myers (1984) propos a Teoria de *Pecking Order*, na qual ressalta que o papel do gestor é o de efetivamente maximizar o valor da empresa. Segundo essa teoria, os gestores procuram recorrer inicialmente às fontes de recursos com menores custos, estabelecendo uma hierarquia entre as fontes de capital. Deste modo, a tendência é que as empresas busquem financiamentos para seus projetos primeiramente com os fluxos de caixa gerados internamente, seguido de captação de novo capital de terceiros e, por último, com o novo capital próprio, emitindo novas ações.

Segundo Damodaran (2004), uma razão para essa preferência é que os gestores valorizam a flexibilidade e o controle. A preocupação é com o futuro e com os custos de capital. As empresas não possuem metas de estrutura de capital, pois não há interesse em aumentar o nível do capital de terceiros quando os fluxos de caixa internos são suficientes para financiar projetos futuros, o que levaria a um decréscimo do nível de capital de terceiros enquanto os investimentos não excederem os fluxos de caixa internos já gerados. Com isso, a Teoria de *Pecking Order* trouxe uma crítica quanto à forma como os trabalhos anteriores abordavam a questão estratégica, especialmente pela ausência de um objetivo a ser alcançado pelo uso do capital de terceiros.

Entre as diversas teorias, as de *Trade-Off* e de *Pecking Order*, que relacionam que os níveis de capital de terceiros observados irão refletir necessidades cumulativas de financiamentos externos, são as teorias mais utilizadas na literatura para embasar a parte técnica do processo decisório de estrutura de capital.

### 3.2. Processo Decisório

A decisão implica em um posicionamento com relação a uma ação presente orientada para um objetivo ou resultado futuro. É mais do que uma escolha entre as alternativas, pois

implica em avaliar probabilidades e alternativas que sejam satisfatórias e que, na prática, possibilitem o alcance do objetivo no futuro.

No decorrer dos anos, o conceito de decisão sofreu inúmeras transformações e, com isso, surgiram limitações contextuais e inerentes aos indivíduos que questionam o modelo de uma decisão ideal. No âmbito da Psicologia, a tomada de decisão passou a ser estudada tanto com relação ao aspecto comportamental do tomador de decisão como pelo estudo do comportamento organizacional.

Entre as diferentes abordagens psicológicas, a Teoria Comportamental Cognitivista diz que o ser humano deve ser visto como um tomador de decisões racionais e conscientes, que geram comportamentos e ações, e enfoca o estudo do comportamento humano para explicar o comportamento organizacional. Nesta abordagem, a organização é vista como um sistema de decisões em que os indivíduos escolhem, racional e conscientemente, a melhor alternativa para a solução de um problema.

Para Simon (1979), o processo decisório compreende duas atividades:

- Resolução de Problemas: verificam-se o problema e as informações a seu respeito, identificam-se os objetivos a serem alcançados, e apresentam-se as alternativas e as análises de cada uma delas; e
- Tomada de Decisão: é realizada uma avaliação das ações alternativas e, posteriormente, é feita a escolha de uma ou mais alternativas para a implementação.

Moron (1998) menciona a importância de se avaliar a previsibilidade da necessidade de se tomar a decisão. A autora resgata a distinção de Simon (1977a) para definir dois tipos de decisão:

- Decisões Programadas: caracterizadas pela rotina e repetitividade; são adotadas mediante uma regra, com base em dados evidentes ou estatísticos, em condições de certeza e previsibilidade.
- Decisões Não Programadas: caracterizadas pela não estruturação, com dados insuficientes ou inadequados, únicos e imprevisíveis; visam à resolução de problemas incomuns, marcados pela incerteza e inovação, podendo ser mais arriscadas e ambíguas.

Segundo a mesma autora, outro ponto importante em relação à tomada de decisão diz respeito à previsibilidade das alternativas ou conhecimento prévio dos resultados, o que significa que uma consequência ou resultado definirá o risco que se pode assumir ao tomar determinada decisão. A tomada de decisão compreende o processo de escolha entre as alternativas que ocorre em todo o ambiente organizacional, tendo como requisitos essenciais a percepção e o pensamento relacionados a uma ação.

A literatura também mostra que existem fatores individuais e grupais que podem intervir ou influenciar a tomada de decisão. Segundo Robbins (2005), existem alguns vieses e erros comuns ao tomador de decisões, como: excesso de confiança, de ancoragem, confirmação e disponibilidade, representatividade, ou de compressão tardia. Além disto, podem existir diferenças individuais, especialmente no estilo de decisão.

Neste caso, a fundamentação advém de duas dimensões (ROBBINS, op.cit. , p.119):

- Maneira de Pensar: há pessoas que são lógicas e racionais, processando informações sistematicamente, enquanto outras são mais intuitivas e criativas.
- Tolerância à Ambiguidade: algumas pessoas têm necessidade de estruturar as informações, minimizando a ambiguidade, enquanto outras conseguem processar vários pensamentos simultaneamente.

Para Dubrin (2003), outros aspectos individuais estão envolvidos na tomada de decisão, dos quais se destacam: intuição, características de personalidade do tomador de decisão, inteligência cognitiva e emocional, qualidade e acessibilidade à informação que este dispõe, maneira como lida com situações de crise e conflito.

No âmbito organizacional, Moron (op.cit.) ressalta que as decisões organizacionais podem ocorrer em três níveis: operacional, tático e estratégico, e que na prática podem até ser sobrepostos.

- Nível Operacional: a decisão é um processo pelo qual se assegura que as atividades operacionais serão bem desenvolvidas, utilizando-se procedimentos e regras de decisões preestabelecidas.
- Nível Tático: as decisões estão normalmente relacionadas ao controle administrativo e utilizadas para decidir sobre operações de controle, formulação de novas regras de decisão que serão aplicadas pelo pessoal de operação e por aqueles que designam recursos.
- Nível Estratégico: as decisões englobam a definição de objetivos, políticas e critérios gerais para organizar o curso da organização, com o propósito de desenvolver estratégias que possibilitem à organização atingir seus objetivos maiores.

Para esta autora, podemos observar que o decisor é o centro da tomada de decisão, e considerar que aspectos individuais como valores, crenças e recursos internos podem influenciar no processo. No âmbito organizacional, existe a interferência dos objetivos da organização e critérios de racionalidade que também atuam na tomada de decisão. Este processo ocorre sempre em situação de incerteza, ou que envolva certa complexidade, com relação às informações que serve de apoio ao decisor.

Segundo Bateman e Snell (2006) o pensamento grupal ocorre quando os membros de um grupo evitam o desacordo à medida que buscam um consenso na tomada de decisão.

Para Robbins (op.cit., p.122), o indivíduo e os grupos podem utilizar três critérios para fazer uma escolha com ética:

- Utilitarista: quando as decisões são tomadas em função de seus resultados ou consequências;
- Foco no Direito: indivíduos tomam decisões coerentes com os direitos e deveres dos cidadãos; e
- Justiça: exige-se o estabelecimento de regras justas e imparciais de maneira que exista uma distribuição equitativa de custos e benefícios.

Segundo Mintzberg (1973, apud MORON, 1998), o funcionamento das organizações pode ser compreendido pelo seu fluxo hierárquico, materiais de trabalho, informação e processo decisório. Para esse autor, o mais importante é compreender o modo como esse processo flui e quais as ligações existentes entre as decisões e os papéis que os diversos participantes desempenham nas fases do processo decisório.

Essa concepção de Mintzberg está de acordo com a Teoria de Ator Rede, cujo conceito central é a noção de redes heterogêneas; “os elementos componentes de uma organização são efeitos gerados em múltiplas interações; não algo dado na ordem das coisas. (...) as organizações são entidades contínuas e incompletas, precárias e parciais” (ALCAPADIANI e TURETA, 2009, p.409).

Outro ponto importante sobre tomada de decisão nas organizações é que os estudos sempre enfatizam a racionalidade, minimizando ou ignorando o aspecto emocional e subjetivo no processo decisório, que torna a análise incompleta e frequentemente imprecisa. Segundo Robbins (2005, p.114), “a capacidade da mente humana para formular e solucionar problemas complexos é bem menor do que a exigida por uma racionalidade total”, ou seja, existem limitações à racionalidade.

O conceito de racionalidade limitada está relacionado à Teoria da Decisão, desenvolvida por Simon (op.cit.), com base em estudos sobre o comportamento administrativo. Em linhas gerais, é o estudo sobre como as pessoas tomam decisões na prática, com soluções de problemas sem demasiada perda com análises e focada na ideia que o tomador de decisões aceita a decisão que lhe for relevante para uma solução satisfatória. Um aspecto interessante sobre as limitações da racionalidade é que a ordem em que as

alternativas são consideradas é crítica para a determinação da escolha; desta forma, nem todas as soluções serão avaliadas, mas a escolha satisfatória será a primeira alternativa aceitável que o tomador de decisão encontrar.

## 4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho buscou identificar como é o processo que determina a decisão de estruturação de capital da CPFL Energia.

Para a realização deste trabalho optou-se por uma metodologia de pesquisa qualitativa a fim de caracterizar e descrever como é o processo decisório de estrutura de capital. A coleta de dados foi realizada através de entrevista aberta, com roteiro semiestruturado e gravação do conteúdo, mediante autorização do entrevistado. Além disso, foram analisados alguns documentos de Governança Corporativa, como Estatuto Social, Relatórios e Formulários de Referência e Balanço Patrimonial, disponíveis no site da empresa.

A entrevista foi realizada com o Diretor de Finanças Corporativas da empresa, com o objetivo de compreender qualitativamente quais as características do processo decisório de estruturação de capital. Após a entrevista, foi realizada a transcrição e, posteriormente, a categorização dos dados, com base na análise de conteúdos proposta por Bardin (1977). As informações obtidas na entrevista foram tratadas qualitativamente, conforme categorias estabelecidas para a análise dos conteúdos.

## 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 5.1. Análise dos Fatores do Setor de Negócio na Decisão da Estrutura de Capital

Até o início da década de 1980, o setor elétrico caracterizava-se pela gestão estatal; ao final do período, as empresas estavam sucateadas e passaram por dificuldades para captação de recursos nos mercados nacionais e internacionais, o que retardou significativamente o desenvolvimento do setor. A partir de 1990, o Governo Federal iniciou o programa de privatização e também instituiu um novo modelo para o setor, visando suprir a necessidade de obtenção de recursos que possibilitassem a captação dos investimentos (ZILBER; LEX; ADES, 2005). Atualmente, o setor elétrico brasileiro caracteriza-se por grandes extensões de linhas de transmissão e um parque produtor de geração predominantemente hidráulica (aproximadamente 91% da eletricidade são de origem hidráulica). O mercado consumidor concentra-se nas regiões Sul e Sudeste, mais industrializado ([www.ccee.gov.br](http://www.ccee.gov.br)).

O setor pode ser caracterizado pela existência de capital intensivo, com forte participação do Estado (principalmente investimentos pelo BNDES) por ser um bem público e essencial para o desenvolvimento econômico, especialmente do segmento industrial. Além disso, envolve investimentos altos e com longo prazo de maturação com garantias para os investidores.

*Os setores de infraestrutura, em particular o setor elétrico, também são marcados por exigências de grandes inversões iniciais de capital, presença de capacidade ociosa e demanda com baixa elasticidade de preço. Por outro lado, as margens operacionais são mais elevadas, previstas e duradouras, diferentemente de outros setores industriais (SIFFERT FILHO, et.al., 2009).*

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.

A CPFL Energia é atualmente a maior empresa privada do setor elétrico brasileiro e a quarta empresa distribuidora de eletricidade do Brasil, incluindo as empresas públicas, constituída de uma empresa *holding* e 36 empresas subsidiárias. O total de energia fornecida representa cerca de 6% do mercado brasileiro e 18% do mercado paulista. Em São Paulo, a CPFL ocupa a segunda posição entre as concessionárias distribuidoras de eletricidade, atendendo cerca de 8 milhões de habitantes, totalizando aproximadamente 3 milhões de clientes em 234 cidades. O seu raio de atuação se estende por uma área geográfica superior a 90 mil quilômetros quadrados – 37% do território do Estado de São Paulo. A empresa é chamada de empresa integrada, atuando em três segmentos: distribuição, geração e comercialização de energia nos mercados regulados e livres ([www.cpfl.com.br](http://www.cpfl.com.br)).

### **5.1.1. Segmento de Distribuição de Energia**

Na distribuição atende 6,4 milhões de clientes em 568 municípios, nos estados de São Paulo, Rio Grande do Sul, Minas Gerais e Paraná. Na comercialização, tem 21% do mercado livre brasileiro. Na geração, a *holding* controla relevantes empreendimentos em São Paulo, Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Goiás, Tocantins e Minas Gerais ([www.cpfl.com.br](http://www.cpfl.com.br)).

Distribuição é uma atividade de infraestrutura, requer investimentos pesados e é intensiva em capital. É um monopólio regulatório e natural, regulado pela ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica, constituída em 1997, com as atribuições de regular e fiscalizar a produção, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, zelando pela qualidade dos serviços prestados, pela universalização do atendimento e pelo estabelecimento das tarifas para os consumidores finais, sempre preservando a viabilidade econômica e financeira dos agentes e da indústria, juntamente com o Ministério de Minas e Energia.

Este segmento reflete as vendas a consumidores cativos e cobrança pelo uso do sistema de distribuição junto a consumidores livres, cujos preços são estabelecidos pela ANEEL e a quantidade vendida varia principalmente em função de fatores externos como temperatura, massa salarial e atividade econômica do país.

Por ser uma atividade regulada, a estrutura de capital deve ficar muito próxima do que a ANEEL determina no processo de revisão tarifária. Este segmento possui fluxo de caixa muito estável, com investimentos estáveis. É uma empresa que não tem flutuações de capital significativas e que procura fazer captações de longo prazo, acima de cinco anos de amortização.

### **5.1.2. Segmento de Geração de Energia**

Geração é um segmento composto por 40 usinas em operação e uma em construção, e tem um parque gerador composto por 33 pequenas centrais hidrelétricas com empreendimentos em São Paulo, Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Goiás, Tocantins, Rio Grande do Norte, Paraíba e Minas Gerais. Além das usinas hidrelétricas em operação, existem projetos de geração de energia eólica e termelétrica, os quais requerem um elevado investimento em ativos imobilizados.

É estruturado por projetos e financiado pelo BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Nesse caso, o BNDES avalia a composição do projeto e analisa exclusivamente o fluxo de caixa; não existe a possibilidade de refinanciamento dos projetos, exceto com a autorização do BNDES, ou pode haver a combinação de várias fontes de capital. Durante o desenvolvimento do projeto, existe a necessidade de garantias corporativas. Teoricamente é mais arriscado por basear suas decisões de investimento em um fluxo de caixa previsto.

### 5.1.3. Segmento de Comercialização de Energia

Comercialização é um segmento com atuação em todo território nacional, que vende serviços de valor agregado e grandes volumes de energia para poucos grandes clientes (chamados clientes livres) e outras concessionárias e permissionárias. Entre os principais serviços oferecidos estão: a compra e venda de energia; representação em leilões; negociação com clientes livres; e otimização de contratos de energia.

A característica básica do negócio é o ganho com *spread* entre o valor de compra e o de venda; mas é uma atividade em que é necessário grande controle de risco. Isso ocorre em função da existência de poucos grandes clientes, para os quais haverá a venda de grandes volumes de energia, mediante garantias, principalmente de fianças bancárias. Não há necessidade investimentos em infraestrutura, de tomar financiamento, não tem problemas com capital de giro, e no caso da CPFL, possui uma inadimplência baixíssima.

Em termos gerais, os segmentos apresentam fluxo de caixa em reais, não podendo haver descasamento de caixa; eventualmente, quando são tomadas linhas de captação em moeda estrangeira, são utilizados instrumentos de hedge, principalmente quando envolvem operações apresentam condições vantajosas para a companhia.

De modo geral, o mercado olha para o negócio da companhia como integrado, embora compreenda que são três riscos diferentes, mas na prática esses fluxos de caixa se comunicam via dividendos que as operacionais pagam para a *holding*, por exemplo. Apresentamos as características gerais dos três segmentos sintetizadas no quadro 1.

Quadro 1: Quadro Comparativo – Segmentos de atuação da CPFL Energia

Características	Distribuição	Geração	Comercialização
Negócio	Monopólio Regulatório e Natural; atividade regulada pela ANEEL	Caracterizado por projetos	“Trading” Ganho com spread da compra e venda de energia.
Fluxo de Caixa (em reais)	Estável Sem Flutuações	Precisa gerar caixa para pagamento de amortização e juros de dívida	Não tem problemas com Capital de Giro
Clientes	Portfólio bastante diluído	-	Clientes Livres (grandes volumes de energia)

Fonte: Elaborado pelos autores

### 5.2. Aspectos Técnicos na Decisão da Estrutura de Capital

#### 5.2.1. Uso do Capital de Terceiros

Para o Diretor de Finanças Corporativas, o primeiro aspecto a ser considerado na decisão de financiamento consiste em manter a estrutura de capital próxima a estrutura determinada pela ANEEL no processo de revisão tarifária, processo que ocorre em média a cada quatro anos, além dos reajustes anuais a que a empresa tem direito, ou seja, o repasse de custos que ela tem para distribuir a energia. Outro componente importante é o próprio nível de alavancagem aceito pelo mercado.

A estrutura ótima de capital estabelecida pela ANEEL é calculada a partir de levantamento feito com base em dados empíricos das empresas de distribuição de energia elétrica. Em termos práticos, para o cálculo da participação da dívida sobre o capital total, são utilizados dados dos balanços patrimoniais das empresas, adotando-se as seguintes convenções: capital de terceiros, que corresponde ao passivo exigível, deduzido o saldo das obrigações especiais; e capital próprio, como correspondendo ao patrimônio líquido, utilizados desde o primeiro ciclo de revisão tarifária das distribuidoras de energia elétrica.

Em nota técnica, a ANEEL propõe como participação de capital de terceiro o equivalente ao valor médio de 60%, compatível com a manutenção de classificação de risco baixo (*investment grade*). Essa proporção encontra-se em conformidade com a composição ideal de estrutura de capital para a CPFL Energia informada na entrevista, ou seja, entre 60% a 65% em dívida e 40% a 35% de capital próprio. Este aspecto apresenta forte relação com a teoria no que diz respeito a estabelecer uma estrutura ótima de capital, determinando o limite em que o endividamento propicia ganhos ou perdas para a empresa.

Notou-se que a decisão de estrutura de capital adotada pela CPFL Energia é feita com base na minimização de custos, visa obter de vantagens fiscais, como por exemplo, operações que não precisar pagar IOF, e, com isso, maximizar o valor da empresa.

Cabe ressaltar que o endividamento apresenta vantagens como: benefícios fiscais e o “efeito de disciplina” da Teoria de Agência. Por outro lado, também há desvantagens como o custo de bancarrota e o custo de agência, composto de custo de monitoramento e de oportunidade.

Com relação à composição do capital de terceiros, predominam basicamente o financiamento obtido através do BNDES, seguido pela emissão de debêntures, que é praticamente a única alternativa de captação de capital de terceiros de longo prazo no mercado de capitais brasileiro.

### **5.2.2. Estratégias de Captação**

A estratégia adotada na CPFL Energia é uma prática chama “*pre-funding*”, que consiste na antecipação dos vencimentos da dívida referentes ao ano seguinte. Não se trata de uma política, mas uma prática relativamente nova, instituída após a mudança do *CFO* (*Chief Financial Officer*). Essa prática foi incorporada porque, tanto o *CFO* como o Diretor de Finanças Corporativas, atuaram como executivos de instituições e enfrentaram momentos de crises econômicas e de escassez de recursos; consequentemente, reconhecem a importância de preparar a empresa para eventuais situações de crises.

De acordo com o Diretor de Finanças Corporativas, também não há como deixar uma empresa do porte da CPFL Energia sem equacionar o refinanciamento das dívidas cujos vencimentos estão programados no prazo de um ano, pelo menos. Por outro lado, essa prática gera uma folga financeira em excesso e, consequentemente, um custo de capital adicional, mesmo que considere as receitas financeiras obtidas nas aplicações financeiras desse recurso ocioso no mercado.

O orçamento plurianual é revisto periodicamente, através da chamada “melhor estimativa”; também existe no orçamento a previsão a captação de recursos para antecipar o pagamento de dívida. Estrategicamente, o caixa é composto visando à amortização das dívidas. Outra estratégia apontada na entrevista consiste em alongar a perfil da dívida, sem aumentar os custos. Com essa prática, a companhia foi capaz de reduzir o seu custo nominal de dívida em aproximadamente 0,2 ponto percentual para 10,7% ao ano, além de alongar o perfil de seu endividamento em 23,5% de 3,4 para 4,2 anos ([cpfl.riweb.com.br](http://cpfl.riweb.com.br)).

### 5.2.3. Fontes de Capital

A decisão pela fonte de capital leva em consideração basicamente o custo e o prazo. Em geral, a opção é pelo financiamento do BNDES, que cobre em torno de 50 a 60% do valor do investimento, e o restante é financiado no mercado de capitais, especificamente com a emissão de debêntures.

Esse ponto encontra forte relação com Myers (1984), quanto ao papel do gestor em buscar a maximização do valor da empresa, recorrendo a fontes de recursos de menores custos, estabelecendo uma hierarquia entre as fontes de capital.

Quanto ao financiamento pelo BNDES, verificou-se que o setor de energia elétrica está entre uma das prioridades do governo ([www.bnDES.gov.br](http://www.bnDES.gov.br)). Em relação à CPFL Energia, o BNDES financia os segmentos em duas modalidades: *Corporate Finance* e *Project Finance*.

Para o segmento de Distribuição, é feito o *Corporate Finance*, que é um financiamento de empresas já estabelecidas, que possuem uma atividade, uma carteira de clientes e um fluxo de caixa estruturado e que precisam de um aporte de investimentos. Em geral, esse financiamento tem um prazo de 6 anos, podendo chegar até a 10 anos de amortização.

No segmento de Geração, o financiamento é por *Project Finance*, ou seja, “é uma forma de engenharia financeira suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo projeto” ([www.bnDES.gov.br](http://www.bnDES.gov.br)). Nesse caso, o financiamento tem que ser mais alavancado, por sua natureza, e requer um prazo maior, chegando a ser de 14 a 18 anos. Além disso, é necessário apresentar garantias corporativas. O segmento de comercialização não requer investimentos em infraestrutura ou financiamento.

Com relação à gestão dos riscos, o Diretor de Finanças Corporativas mencionou que entre as possíveis variáveis que influenciam no processo decisório, está a volatilidade que é própria do mercado. Existe um monitoramento diário, feito através de uma mesa de operações, mas não há como prever as variações de mercado.

Outro aspecto a ser considerado sobre as fontes de capital, é que o BNDES utiliza alguns *covenants* (cláusulas financeiras), representados pelos “indicadores” conforme ilustra o quadro 2:

Quadro 2: Características das Fontes de Capital

Características	Distribuição	Geração	Comercialização
Fontes de Capital	BNDES (50 a 60% do Capex) Mercado de Capitais (Debêntures)	BNDES Mercado de Capitais (Debêntures)	Não há financiamento
Modalidade de Financiamento (BNDES)	Corporate Finance	Project Finance	-
Indicadores	$\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}} = 3,75x$	$\frac{\text{GCO}}{\text{Amort+Juros}} > 1,1$	-
Tempo	Longo Prazo: 6 a 10 anos	Longo Prazo: 14 a 18 anos	-

Fonte: Elaborado pelos autores

A geração operacional de caixa é medida pelo EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, é uma medição não contábil calculada pela Administração a partir da soma de lucro, impostos, resultado financeiro, depreciação/amortização e entidade de previdência).

### **5.3. Aspectos Humanos, Organizacionais e Culturais do Processo Decisório**

*"A CPFL Energia adota práticas diferenciadas de governança corporativa, baseadas nos princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa". ([cpfl.riweb.com.br](http://cpfl.riweb.com.br))*

Em relação ao processo decisório, o Diretor de Finanças Corporativas explicou que este segue os princípios de Governança Corporativa da companhia, ou seja, a Diretoria de Finanças Corporativas (Tesouraria) é responsável pela avaliação e acompanhamento semanal do mercado financeiro e determina as melhores alternativas de captação. Esta diretoria está subordinada ao *CFO*, que recebe as informações e alternativas de captação, e após sua aprovação é feita a solicitação de propostas para às instituições financeiras com as quais a empresa mantém relacionamentos no mercado. As instituições financeiras encaminham as propostas à empresa; selecionam-se as melhores; e, posteriormente, essas propostas são enviadas para a aprovação do Conselho de Administração.

O Estatuto Social da Empresa prevê a necessidade de aprovação do Conselho de Administração para todas as operações para captação de recursos, especialmente por envolverem captações volumosas; contudo, existe uma delegação em casos excepcionais, para não colocar os negócios da empresa em risco e para manter a operação da companhia em boas condições.

É possível identificar que existe uma sinergia entre o Executivo e o Decisório, atribuído à participação ativa de todos os envolvidos e a uma relação de competência entre os principais atores desse processo decisório. Existe a interação entre os diferentes níveis de tomada de decisão.

Podemos considerar que o processo decisório envolve a participação de uma Diretoria colegiada, e é consistente com a proposta de Mintzberg (1973, apud MORON, 1998) quanto ao entendimento da organização como um fluxo de processo decisório, composto pelos papéis que participantes desempenham nas diversas etapas da tomada de decisão.

As decisões predominantemente são programadas, estabelecidas racionalmente, com base na análise do mercado, e, eventualmente, decisões não programadas, quando há necessidade de rápida adequação a volatilidade do mercado, conforme classificação apresentada por Simon (1977, apud in Moron, 1988).

Essa constituição do processo decisório da CPFL está de acordo com a suposição de Bateman e Snell (2006) acerca das vantagens da decisão em grupo, a fim de evitar desacordos na tomada de decisão. As decisões são tomadas coletivamente, sem a influência direta de valores individuais do gestor.

Um dos aspectos destacados pelo Diretor de Finanças Corporativas é a existência de uma sinergia entre os participantes do processo decisório; segundo sua percepção, as pessoas estão preocupadas com a imagem da empresa, são comprometidas e empenham-se pelo bom desempenho organizacional. Isso contribui para a tomada de decisão e consequentemente, se configura como um ativo intangível para a organização.

Em relação às mudanças organizacionais, verificou-se que a configuração do processo decisório não apresentou alterações, pois seus participantes identificam que esse processo, tal como está estruturado, ajuda a organização em suas transformações e também são da cultura organizacional a parceria e o questionamento respeitoso entre os protagonistas desse processo. Na entrevista, foi possível identificar a presença de valores da cultura organizacional como

compromisso, comprometimento, confiança e respeito entre os protagonistas do processo decisório e que também apresentam importante representação no processo decisório de estruturação de capital.

Esse aspecto apresenta relação com a concepção de Schein (1992), segundo a qual a cultura organizacional pode ser definida como um conjunto de suposições básicas compartilhadas, que foram inventadas ou desenvolvidas por determinado grupo para lidar com problemas de adaptação externa ou de integração do próprio grupo. Para Hofstede (1991), a cultura organizacional é uma programação coletiva da mente (*software mental*) produzida no ambiente em que a pessoa cresce ou está inserida; nas organizações está relacionada às práticas geralmente aprendidas através da socialização ocorrida no ambiente de trabalho, e que em relação à tomada de decisão, serviria como forma de minimizar os efeitos da subjetividade do decisor.

Apesar de estar presente na literatura de tomada de decisão, não identificamos nos dados analisados, indícios de características pessoais influenciando no processo decisório, conforme Dubrin (2003) e Robbins (2005). Nesse sentido, também não encontramos correlações diretas com pressupostos de Finanças Comportamentais, no que diz respeito a excesso de confiança e otimismo gerencial na determinação de estrutura de capital como abordados no trabalho de Barros e Silveira (2006).

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi compreender como é o processo decisório de estrutura de capital no caso da CPFL Energia, considerando os pressupostos teóricos de que a mesma está relacionada a um equilíbrio entre os benefícios e os custos do uso do capital de terceiros para maximizar o valor da empresa. O resultado principal do estudo foi que as decisões são tomadas por um grupo de gestores, respeitando as alçadas de aprovação, envolvendo o Diretor de Finanças Corporativas, o *CFO* e o Conselho de Administração.

A participação de todos os responsáveis pela composição da estrutura de capital da empresa é ativa e, ao mesmo tempo, segue os princípios de Governança Corporativa da companhia. Este processo decisório, realizado coletivamente por um grupo de gestores, minimiza a influência de características individuais desses gestores na tomada de decisão. Constatou-se também que este processo ocorre a partir de um planejamento financeiro, composto por reuniões periódicas entre os protagonistas desse processo e pelo monitoramento diário do mercado. Esses aspectos apresentaram relação com os conceitos desenvolvidos por Mintzberg (1973), que considera a organização como um fluxo de vários processos decisórios, interligados a partir da interação dos atores que participam da tomada de decisão.

A tomada de decisão sobre a estrutura de capital na empresa estudada segue critérios técnicos, levando em consideração uma prática chamada “*pre-funding*”, que consiste na antecipação dos vencimentos de dívida, de modo a não comprometer seu caixa futuro. Adicionalmente, por ser uma atividade regulada, os gestores procuraram estabelecer uma estrutura de capital próxima da estrutura determinada pela ANEEL durante o processo de revisão tarifária.

Os resultados encontrados sobre o processo decisório estão consistentes com a Teoria de *Pecking Order*, sobretudo em relação à preferência pelo uso de capital de terceiros. Sugerem ainda que os gestores levam em consideração os custos e os benefícios fiscais na tomada de decisão. Verificou-se também que as opções de fontes de capital de terceiros de longo prazo no Brasil ainda são escassas, de tal forma que, mesmo para as grandes empresas, acaba por existir forte dependência do BNDES para o financiamento de projetos.

Com este trabalho buscou-se conhecer o processo decisório de uma empresa específica e, portanto, não representativo do setor elétrico como um todo. Desta forma, deixa em aberto

as possibilidades de pesquisas futuras em outras empresas do setor e estabelecer uma análise comparativa. Os estudos em empresas de outros setores de negócios também deverão trazer novas contribuições para o conhecimento acerca do processo decisório de estrutura de capital.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCAPADIANI, Rafael; TURETA, César. **Teoria ator-rede e estudos críticos em administração: possibilidades de um diálogo.** CADERNOS EBAPE. BR, v. 7, n° 3, artigo 2, Rio de Janeiro, Set. 2009
- ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica. Metodologia e critérios para definição da estrutura e do custo de capital regulatórios – Nota Técnica nº262/2012 – SER/ANEEL. Brasília, agosto de 2010.
- BARDIN, Lawrence. **Análise de conteúdo.** Lisboa: Edições 70, 1977.
- BARROS, Lucas Ayres B C de; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital.** Revista Brasileira de Finanças. v. 6, p. 293 a 334, 2008.
- BATEMAN, Thomas S. e SNELL, Scott A. **Administração: Novo Cenário Competitivo.** São Paulo: Atlas, 2006, p.68 a 112.
- BNDES – *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social* – [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br) – site acessado em 14/03/12.
- CCEE – *Câmara de Comercialização de Energia Elétrica* – [www.ccee.org.br](http://www.ccee.org.br) – site acessado em 01/10/11.
- CPFL ENERGIA – [www.cpfl.com.br](http://www.cpfl.com.br) - site acessado em 23/08/11.
- CPFL Relação com Investidores –<http://cpfl.riweb.com.br> – site acessado em 03/05/12.
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas. Teoria e Prática** 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- DeANGELO, Harry; MASULIS, Ronald W. **Optimal capital structure under corporate and personal taxation.** *Journal of Financial Economics.* Roshester, NY, v. 8, n. 1, p. 3-29, Mar.1980.
- DUBRIN, Andrew J. **Fundamentos do Comportamento Organizacional.** São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.
- HOFSTEDE, Geert. **Cultures and Organizations:** Software of the mind. McGraw Hill: London, 1991.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** New York, *Journal of Financial Economics*, v.3, pp. 305-360, 1976.
- MILLER, Merton H. **Debt and taxes.** *Journal of Finance.* Berkeley, CA, v. 32, n. 2, p. 261-275, May, 1977.
- MINTZBERG, Henry. **Planning on the left side and managing on the right.** *Harvard Business Review*, July/August, p. 49-58, 1976.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **Corporate income taxes and cost of capital: a correction.** *American Economic Review.* Nashville, TN, v. 53, n. 3, p. 433-443, June, 1963.
- \_\_\_\_\_. **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.** *American Economic Review.* Nashville, TN, v.53, n.3, p.261-297, June 1958.
- MYERS, Stewart C. **Determinants of corporate borrowing.** *Journal of Financial Economics.* Rochester, NY, v. 9, n. 5, p. 147-176, July 1977.
- \_\_\_\_\_. **The capital structure puzzle.** *Journal of Finance.* Berkeley, CA, v. 39, n.3, p. 575-592, July 1984.

MORON, Marie Anne M. **Concepção, desenvolvimento e validade de instrumentos de coleta de dados para estudar a percepção do processo decisório e as diferenças culturais.** Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1998.

ROBBINS, Stephen P. **Comportamento Organizacional.** 11<sup>a</sup> Edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005, p. 104 a 129.

ROSS, Stephen A. **The determination of financial structure: the incentive-signaling approach.** Bell Journal of Economics. Santa Monica, CA, v. 8, n. 1, p. 23-40, Spring 1977.

SCHEIN, Edgar H. **Organizational Culture and Leadership.** (2<sup>a</sup> edição). San Francisco: Jossey-Bass, 1992.

SIMON, Herbert A. **Comportamento Administrativo.** 3 ed. Rio de Janeiro: FGV, 1979.

SIFFERT FILHO, N.F.; ALONSO, L.A.; CHAGAS, E.B.; SZUSTER, F.R.; SUSSEKIND, C.S. **O Papel Do BNDES na Expansão do Setor Elétrico Nacional e o Mecanismo de Project Finance.** BNDES Setorial, Rio de Janeiro, 2009, n. 29, p. 3-36.

ZILBER, Moises A.; LEX, Sérgio; ADES, Cely. **As privatizações e o novo modelo do setor elétrico brasileiro: o impacto sobre o atendimento das necessidades do consumidor.** Revista Gestão & Regionalidade, ano XXI, nº 61, jan. / jun. 2005, p 51 a 63.