

Case Studies – Renda Fixa Estruturada

4ª Emissão de Debêntures da Cemat

CASO:

Decisão de investimento e processo de desinvestimento nas debêntures das Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. (Cemat). O caso teve como desfecho a venda integral dos papéis em mercado secundário com a realização de ganho de capital para os fundos subscritores

PARTICIPAÇÃO DA CAPITÂNIA:

Atuou no processo de investimento e desinvestimento nas debêntures da Cemat, no papel de gestora dos fundos subscritores primários dos papéis e um dos líderes dos credores da Cemat durante o processo de reestruturação da *holding* controladora da empresa

HIGHLIGHTS DA OPERAÇÃO:

No dia 28 de abril de 2011, fundos geridos pela Capitânia subscreveram, em mercado primário, R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) da primeira série da quarta emissão de debêntures com garantia real da Cemat, a um *yield* equivalente a CDI + 4,25% (deságio sobre o valor de face).

Figura 1. Descritivo da emissão

Emissora	Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. - Cemat
Tipo	Debênture
Distribuição	ICVM 476
Emissão	4ª
Série	1ª
Volume	100,000,000.00
Indexador	CDI
Taxa de Emissão	3.75%
Data de Emissão	Sep-11
Prazo Emissão	75 meses
Prêmio de Quitação Antecipado	2.00%

A Cemat é a concessionária responsável pela distribuição de energia elétrica no estado do Mato Grosso. Detida inicialmente pelo Grupo Rede, que entrou em recuperação judicial em 2012, a empresa passou a ser controlada pela Energisa neste ano, após passar por período de intervenção pela Aneel que durou até abril de 2014.

O Grupo Rede foi fundado em 1903, na cidade de Bragança Paulista-SP. Antes da década de 70, controlava apenas a distribuidora Bragantina, responsável pela distribuição de energia elétrica no interior de São Paulo e Minas Gerais. Com as privatizações da década de 90, o Grupo Rede passou a controlar diversas distribuidoras, além de algumas geradoras. Com uma dívida de R\$ 6 bi e algumas distribuidoras operacionalmente muito falhas, o grupo passou a apresentar problemas de solvência que se tornaram mais visíveis no ano de 2012.

Equipe de Gestão

Arturo Profili

(11) 2853-8853

arturo@capitania.net

Caio Conca

(11) 2853-8801

caio@capitania.net

Ignácio Diez

(11) 2853-8823

ignacio.diez@capitania.net

Fábio Góes

(11) 2853-8843

fabio.goes@capitania.net

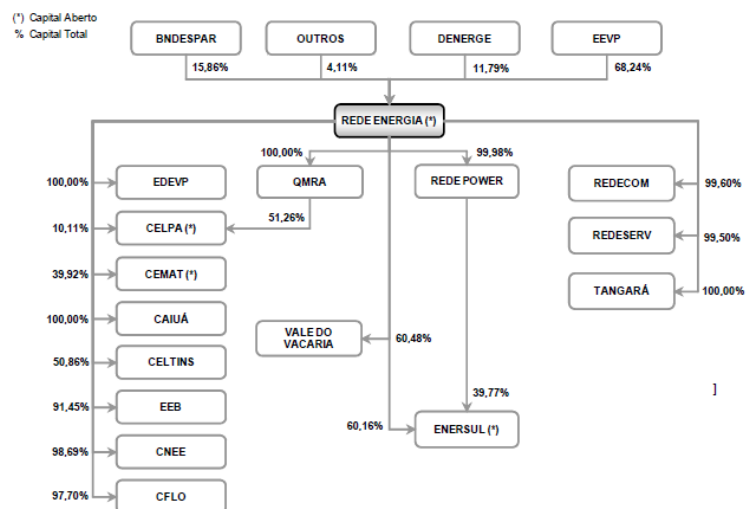
Camila Souza

(11) 2853-8827

camila.souza@capitania.net

www.capitania.net

Figura 2. Estrutura Societária do Grupo Rede



Dentre as empresas do grupo, a Cemat detinha um dos melhores desempenhos operacional e financeiro. O Comitê de Crédito da Capitânia, ao aprovar a aquisição das debêntures, sabia da existência de problemas financeiros e operacionais no Grupo Rede e que estes

Relação com Investidores

Carlos Simonetti

(11) 2853-8835

carlos.simonetti@capitania.net

poderiam afetar a percepção de risco em suas subsidiárias.

O Comitê ponderou sobre a alta probabilidade de *stress* financeiro no Grupo Rede, onde os grandes bancos e investidores internacionais concentravam seus créditos.

Nossa análise concluiu que mesmo em caso de stress no Grupo Rede, nossa posição seria respeitada, dada a qualidade das garantias (recebíveis pulverizados de contas de luz residencial/comercial arrecadados pela Caixa Econômica Federal) e a perfeita formalização jurídico-operacional das mesmas exigidas pela Capitânia.

Na nossa visão, os primeiros sinais concretos de que os problemas no grupo e em suas empresas controladas com desempenho aquém da Cemat poderiam afetar a empresa, sob a ótica do mercado, se deu apenas em seguida ao pedido de recuperação judicial da Celpa, distribuidora de energia elétrica do estado do Pará.

Somente a partir deste evento e dos fatos relevantes que o sucederam foi que o mercado passou a mostrar algum tipo de ceticismo em relação à empresa. Até o pedido de recuperação judicial da Celpa, as emissões de algumas subsidiárias do Grupo Rede, incluindo a Cemat, eram classificados como *investment grade* por agências de classificação de risco internacionais.

Deflagrados os problemas no Grupo Rede, a Aneel decidiu entrar com intervenção em todas as distribuidoras do grupo, incluindo a Cemat.

Sempre se antecipando aos problemas que foram surgindo com o desdobramento do caso e contando com assessores jurídicos renomados, a Capitânia teve papel fundamental na blindagem da emissão desde o seu início e no desinvestimento da operação, através de uma venda integral dos papéis em mercado secundário realizando um ganho de capital significativo para seus cotistas.

Atuação da Capitânia

No dia 07 de outubro de 2011, o Comitê de Crédito da Capitânia aprovou a aquisição das debêntures em mercado primário, após ampla discussão acerca dos riscos envolvendo o Grupo Rede. Tínhamos, desde o princípio, a perspectiva de que problemas na *holding* poderiam afetar a percepção de risco da Cemat. Apesar disso, estávamos convictos que a estrutura de garantias e o melhor desempenho operacional da Cemat frente as demais distribuidores do grupo tornavam a operação uma grande oportunidade de investimento. O retorno esperado com a subscrição dos papéis remuneraria corretamente o esforço e os custos de *workout* antecipados pela equipe de gestão.

Com o pedido de recuperação judicial da Celpa em 28 de fevereiro de 2012, a Capitânia passou a ficar em alerta com os possíveis desdobramentos do caso e como essa situação poderia afetar as debêntures da Cemat.

Concluímos que o cenário de stress projetado estava próximo a ser atingido. Dessa forma, decidimos revisar toda a estratégia definida no momento da aprovação pelo Comitê de Crédito para verificar se todas as premissas continuavam válidas ou se precisaríamos fazer algum ajuste adicional para suportar a nossa tese de que os colaterais garantiriam o pagamento integral do principal investido, acrescido dos juros remuneratórios.

Foi contratado o escritório de advocacia Levy Salomão Advogados para passar um "pente-fino" em toda a documentação da debênture e desenhar um plano de ação para blindar os recebíveis que haviam sido cedidos fiduciariamente como garantia das debêntures.

Sabíamos que os credores que não possuíam as mesmas estruturadas de garantias tinha um poder de barganha inferior ao nosso e poderiam ter que conceder um desconto em seus papéis, caso a o Grupo Rede entrasse em recuperação judicial.

No dia 20 de abril de 2012, foi realizado o primeiro contato com o Rotschild, *advisor* da Cemat e do Grupo Rede, visando balizar as expectativas em relação ao futuro do Grupo Rede. Estávamos confiantes que os

resultados operacionais da Cemat e a sua capacidade de geração de caixa eram suficientes para que os nossos papéis fossem pagos normalmente.

Em 31 de agosto de 2012, de forma preventiva, a Aneel anunciou intervenção nas distribuidoras do Grupo Rede, incluindo a Cemat.

Desde o início do anúncio da intervenção, procuramos criar um canal aberto com o interventor nomeado, o Sr. Jaconias de Aguiar, o que nos posicionou como um dos líderes dos credores.

Dado o reconhecido know-how, ativismo e liderança, os demais debenturistas da 4ª emissão decidiram confiar a gestão dos papéis à Capitânia, aportando as suas debêntures em um fundo exclusivo. Com essa iniciativa, passamos a deter 100% do controle da operação, o que nos deu um poder de barganha ainda maior nas negociações com a emissora e demais credores.

A intervenção da Aneel foi importante no sentido de propiciar um saneamento das empresas do grupo, especialmente naquelas com piores índices operacionais, preparando-as para um aporte de capital. Após uma disputa entre um consórcio liderado por CPFL e a Energisa, os credores aprovaram o plano de recuperação judicial proposto pela companhia mineira, que se comprometeu a injetar capital para realização dos investimentos necessários para a melhoria operacional das empresas do grupo.

O plano de recuperação judicial implicou em *haircut* nos *unsecured bonds* da *holding*, enquanto as dívidas colateralizadas no nível das subsidiárias com melhor desempenho não só tiveram os seus termos e condições respeitados, como perceberam uma redução significativa em seu risco de crédito.

Assim que assumiu o controle do grupo, a Energisa iniciou o processo de reestruturação do endividamento da Companhia e de suas subsidiárias. Sabendo que as debêntures da 4ª emissão contavam com garantias robustas, a Energisa tinha ciência que seria importante liberar essas garantias para a realização de novas

emissões a um menor *cost of debt*. Dessa forma, uma das primeiras ações da Companhia foi efetuar uma proposta de recompra dos papéis, a um a um *YTM* que incluía o pagamento de prêmio de 2% *flat* sobre o saldo remanescente das debêntures, em linha com a escritura de emissão. No dia 11 de abril de 2014, foram vendidos 100% dos papéis, sendo realizado um ganho de capital tanto para os fundos geridos pela Capitânia.

Resultado

O trabalho aqui realizado demonstra que uma gestão ativista, diligente e competente, mesmo em mercados mais conservadores como é o caso do mercado de dívida brasileiro, é possível aproveitar oportunidades para gerar melhores retornos para os investidores.

Os papéis foram subscritos a um *yield* de CDI + 4,25% e vendidos a um *yield* de CDI + 3,00%, após um carregamento de três anos do papel. A TIR do investimento foi de 14,43% a.a. (anexo I).

Anexo I
Tabela 1. Retorno obtido com os investimentos nas debêntures da Cemat

Ticker Cetip			CMAT14				
Data de Atualização			11-Apr-14				
Data de Aquisição Primária			28-Oct-11				
PU de Aquisição Primária (R\$)			98,898.38				
Quantidade de Aquisição Primária			500.00				
Rentabilidade desde o início			39.09%				
IRR (a.a.)			14.43%				
Data	Qtd. Atual	Tipo	Cash Flow	Data	Qtd. Atual	Tipo	Cash Flow
28-Oct-11	500.00	Compra	-49,449,190.00	5-Mar-13	1,000.00	Compra	-960,970.00
21-Nov-11	500.00	Pagamento	607,134.78	19-Mar-13	1,000.00	Pagamento	794,965.85
19-Dec-11	500.00	Pagamento	565,631.40	19-Apr-13	1,000.00	Pagamento	877,509.10
19-Jan-12	500.00	Pagamento	642,308.96	20-May-13	1,000.00	Pagamento	812,941.62
22-Feb-12	500.00	Pagamento	1,316,881.33	19-Jun-13	1,000.00	Pagamento	876,071.94
19-Mar-12	500.00	Pagamento	1,190,700.12	19-Jul-13	1,000.00	Pagamento	943,582.87
19-Apr-12	500.00	Pagamento	1,268,008.07	19-Aug-13	1,000.00	Pagamento	927,664.87
21-May-12	500.00	Pagamento	482,261.95	19-Sep-13	1,000.00	Pagamento	1,042,931.72
19-Jun-12	500.00	Pagamento	452,049.24	21-Oct-13	1,000.00	Pagamento	1,027,525.54
19-Jul-12	500.00	Pagamento	486,605.60	19-Nov-13	1,000.00	Pagamento	959,540.66
20-Aug-12	500.00	Pagamento	470,538.55	19-Dec-13	1,000.00	Pagamento	1,080,527.01
19-Sep-12	500.00	Pagamento	438,572.10	20-Jan-14	1,000.00	Pagamento	1,978,566.03
19-Oct-12	500.00	Pagamento	428,825.18	19-Feb-14	1,000.00	Pagamento	2,102,713.38
19-Nov-12	500.00	Pagamento	381,408.63	19-Mar-14	1,000.00	Pagamento	1,899,823.26
19-Dec-12	500.00	Pagamento	439,237.21	11-Apr-14	0.00	Venda	95,443,330.00
21-Jan-13	500.00	Pagamento	414,668.84				
17-Feb-13	990.00	Compra	-47,200,951.95				
19-Feb-13	990.00	Pagamento	745,138.17				