

<b>Título</b>	<b>Financiamento do Setor Elétrico: desafios e novos caminhos (parte 2 de 2)</b>
<b>Veículo</b>	<b>Canal Energia</b>
<b>Data</b>	<b>04 setembro 2018</b>
<b>Autores</b>	<b>Claudio J. D. Sales e Richard Hochstetler</b>

CanalEnergia.com.br

## Financiamento do Setor Elétrico: desafios e novos caminhos (parte 2 de 2)

Na primeira parte deste artigo, publicada ontem, vimos as causas e consequências dos problemas relacionados ao financiamento do setor elétrico. Nesta segunda parte são discutidas as particularidades das diferentes formas de financiamento e sugeridos aprimoramentos do financiamento do setor com base na promoção da estabilidade macroeconômica, na mitigação do risco regulatório e em inovações no mercado de capitais. Ambas as partes deste artigo resumem o conteúdo de nosso *White Paper 20*, intitulado “Financiamento do Setor Elétrico: Desafios e Novos Caminhos” e disponível em [www.acendebrasil.com.br/estudos](http://www.acendebrasil.com.br/estudos).



ARTIGO

CLAUDIO SALES E RICHARD HOCHSTETLER, DO  
ACENDE BRASIL

Membros do Instituto Acende Brasil

[VER TODOS OS ARTIGOS DESTA AUTORA](#)

\*\*\*

### Formas de Financiamento

O financiamento das empresas pode se dar por meio de capital próprio ou de terceiros. A captação de capital de terceiros geralmente é a fonte de recursos mais barata, mas apresenta a desvantagem de impor um rígido cronograma de pagamentos. Já a captação na forma de capital próprio é flexível, variando em função dos resultados da empresa, mas a taxa média de retorno esperada pelos acionistas no longo prazo é maior.

Além do capital próprio e de terceiros, há outras formas intermediárias, como a emissão de debêntures eventualmente conversíveis em ações ou a oferta de ações preferenciais. Teoricamente, há uma estrutura de capital ótima para cada empresa que leve em conta o perfil de seu fluxo de caixa, o ciclo de vida do empreendimento e a estrutura de incentivos.

Empresas com fluxo de caixa mais estável podem recorrer a mais capital de terceiros do que outras que apresentam fluxo de caixa mais volátil. O ciclo de vida do empreendimento – que em setores de infraestrutura tipicamente é caracterizado por grande dispêndio de capital inicial (obras e equipamentos), seguido por um longo período de baixo dispêndio e geração de fluxo de caixa positivo – induz a que se busque uma estrutura de capital também variável no tempo.

Nestes casos, é comum uma estrutura de capital começando com o mais alto grau de alavancagem que se reduz posteriormente, quando o projeto estiver operacional. Dá-se o nome de “*Project Finance*” à estruturação de financiamentos desse tipo, quando o fluxo de caixa futuro a ser gerado pelo projeto e os ativos do próprio projeto são as únicas garantias.

Outro aspecto a ser considerado nas decisões sobre como financiar as operações da empresa é o da governança corporativa.

Há análises acadêmicas apontando que, se não houver um grupo de proprietários mais engajados na gestão da empresa, seu desempenho pode ser prejudicado. Aliás, a crise financeira global de 2008, resultante da securitização indiscriminada de hipotecas, serviu de lição para mostrar a falta que faz o chamado “olho do dono”. Portanto, deve-se evitar a captação excessiva na forma de capital de terceiros ou na forma de capital próprio pulverizado. Embora essas formas de financiamento viabilizem a captação em condições mais competitivas e ajudem a diluir o risco entre muitos investidores, é importante manter um grupo de controle engajado na empresa para manter um grau de escrutínio adequado sobre a gestão.

Quando se trata de capital de terceiros, a indexação dos financiamentos pode ser feita com inúmeros referenciais de mercado. Destacam-se a taxa Selic (chamada de “taxa básica” porque estabelece o piso para a taxa de juros no mercado financeiro), a taxa DI, o IPCA, a TLP (que sucedeu a TJLP), a TR (que define a taxa de juros para Caderneta de Poupança e FGTS), e a Libor (que é a taxa interbancária de Londres). Há ainda a possibilidade de prefixar os financiamentos em termos nominais a moedas estrangeiras, como dólar, euro, yen e cesta de moedas (como o UMBNDES).

Nos financiamentos de curto prazo, geralmente obtêm-se melhores condições com Taxa Selic ou CDI. Em prazos mais longos, o risco associado a taxas variáveis torna-se muito elevado, fazendo com que a indexação com base em IPCA torne-se mais interessante. Quanto à indexação a moedas estrangeiras, é certo que essa modalidade facilita a captação de recursos de investidores externos mas, para o tomador do empréstimo, implica a assunção do risco cambial que, a exemplo de 2015 e 2016, pode ser muito impactante.

No Brasil, nos últimos 10 anos verifica-se que 70% dos recursos para investimento tem origem em capital próprio, sendo 45% de recursos próprios (primordialmente na forma de lucros retidos das empresas), 22% de investimento direto estrangeiro e 3% de emissões primárias de ações. Os recursos de terceiros responderam por 30% dos investimentos privados, sendo 12% do BNDES, 8% do mercado de capitais, 5% de financiamento habitacional e 5% de financiamento internacional.

É importante notar que, somando-se os 22% do investimento direto estrangeiro com os 5% de financiamento internacional, o Brasil recorreu à poupança externa para financiar 27% de seus investimentos nos últimos 10 anos. O montante total de recursos advindo do exterior é ainda maior, pois 45% das transações na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) são realizadas por investidores estrangeiros.

Desde 2013, quando o país foi lançado numa longa e profunda recessão, os investimentos privados tiveram forte queda, de 18,3% do PIB, para 14,3% no primeiro trimestre de 2017. No mesmo período, os financiamentos do BNDES caíram de 2,7% do PIB para 0,8%.

Recentemente, combinada com importantes mudanças de política econômica que propiciaram a saída da recessão, houve uma evolução no mercado de capitais, que vem ocorrendo continuamente nos últimos 10 anos.

O BNDES tem reafirmado o compromisso de atender às necessidades dos setores de infraestrutura, preenchendo as lacunas do mercado de capitais. Resta observar como evoluirá o mercado de capitais nos próximos anos, na expectativa de que seja capaz de financiar o setor de energia com volumes de recursos, taxas e prazos compatíveis com as condições de outros países em estágio de desenvolvimento comparável ao brasileiro.

Outro fator dentre os que mais influenciam a capacidade de captação de recursos por empresas reguladas é a definição do custo de capital regulatório empregado pelo regulador para determinação de suas tarifas.

O custo de capital regulatório é o retorno para o capital que o regulador assume ser suficiente para captar os recursos necessários à cobertura dos dispêndios de capital (Capex) da empresa regulada.

Comparando-se o custo de capital empregado pela Aneel com o de agências reguladoras de outros setores, como o de ferrovias, gás, portos, rodovias, telecomunicações, saneamento, aeroportos, observa-se que o setor elétrico apresenta as taxas mais baixas, tanto na geração quanto na distribuição e transmissão de energia.

Há cinco elementos que suscitam as polêmicas mais frequentes sobre a fixação do custo de capital regulatório: a escolha entre parâmetros globais ou locais, o caráter prospectivo ou retrospectivo em que os parâmetros são computados, a definição do horizonte a ser contemplado para o custo de capital, o risco de mercado das distribuidoras e a definição da estrutura de capital.

### **Medidas para aprimorar o financiamento**

Mas, afinal, como melhorar o financiamento? A seção 6 do White Paper 20 aponta 14 caminhos, não excludentes, com diferentes graus de dificuldade na implementação, que levariam à efetiva melhora nas condições de financiamento. Essas 14 medidas foram agrupadas em 3 grandes blocos: a promoção da estabilidade macroeconômica, a mitigação do risco regulatório e o incentivo a inovações no mercado de capitais.

A promoção da estabilidade econômica precisa passar pela contenção de gastos do governo, pela reforma da previdência, pelas privatizações, pela redução do crédito direcionado e pela abertura da economia.

Nem todos os riscos, entretanto, são derivados da macroeconomia. Há uma série de riscos de natureza institucional e regulatória que emergem dos próprios setores regulados. A primeira medida que reduziria o risco regulatório é a melhoria da governança institucional, que estaria sendo buscada por meio de um projeto de lei sobre as agências reguladoras, atualmente em tramitação no Congresso.

Esse tipo de intervenção legislativa talvez ajude, mas seu êxito depende da forma como a lei é implementada. Por exemplo, a lei que criou a Aneel em 1996, atualmente em vigor, estabelece mandatos não coincidentes de 4 anos para os diretores, mas os cargos deixados vagos em administrações passadas desordenaram a intercalação dos mandatos, abrindo espaço para que a atual administração nomeie todos os diretores com base em critérios predominantemente políticos.

Outras medidas que contribuiriam para a mitigação do risco regulatório são: alterar o regime regulatório da “Parcela A”; aprimorar o Mecanismo de Realocação de Energia (MRE); assegurar o nível de remuneração de capital adequado e a flexibilização da contratação de energia. Todos estão detalhados na seção 6.2 do White Paper.

Quanto às inovações no Mercado de Capitais, há 3 recomendações: utilização do “crédito direcionado” para alavancar o financiamento privado, o desenvolvimento do mercado secundário de debêntures de infraestrutura, e a promoção de mecanismos de apoio para a captação de recursos externos. Essas sugestões estão descritas na seção 6.3.

\*\*\*

Em síntese, as empresas podem contribuir para a financiabilidade mais eficiente pela escolha das fontes e modalidades de captação de recursos, mas é o Estado o agente que mais pode atuar para aprimorar o financiamento no Brasil, sendo o primeiro passo, simplesmente, a promoção de um ambiente macroeconômico estável e previsível.

Arregimentar recursos financeiros para fomentar o desenvolvimento de um país é um desafio altamente inspirador. Afinal, financiar o investimento é um ato de fé num futuro melhor, com mais e melhores empregos, mais renda e melhor qualidade de vida para toda a população.

***Claudio J. D. Sales e Richard Hochstetler são do Instituto Acende Brasil ([www.acendebrasil.com.br](http://www.acendebrasil.com.br))***