

**Cláudio Sales, da CBIEE (1): Setor elétrico é reprovado em Project Finance
As fragilidades institucionais e regulatórias no Brasil inviabilizam o uso de um modelo de
financiamento largamente usado em infra-estrutura**

Cláudio Sales, para a Agência CanalEnergia, Colunistas

3/5/2005

A estrutura de Project Finance foi concebida com o objetivo de reduzir o custo de financiamento de projetos que pudessem “caminhar com suas próprias pernas”. A idéia surgiu a partir da observação de setores tradicionais da economia que, ao longo do tempo, mostraram-se capazes de sustentar fluxos de caixa robustos e que poderiam, portanto, viabilizar sua expansão com base nas suas próprias receitas.

Project Finance (2) se diferencia dramaticamente da tradicional estrutura de Corporate Finance. Em Corporate Finance, o credor avalia os acionistas para conceder o crédito. Em Project Finance, a qualidade do projeto é o fator decisivo.

Como em Project Finance o fluxo de caixa do empreendimento é segregado das demais atividades dos acionistas, estes podem assumir mais dívidas e desenvolver mais projetos em paralelo do que seria possível se fossem exigidas as usuais garantias baseadas na capacidade de pagamento dos acionistas. Isso porque as garantias demandadas na modalidade de Project Finance se restringem à saúde e viabilidade do próprio projeto. Essa é a beleza do modelo, que resulta em custos de financiamento muito mais baratos. Mas, no caso do setor elétrico brasileiro, como a previsibilidade dos fluxos de caixa é freqüentemente desafiada, o uso de tal mecanismo tem sido baixíssimo, com a honrosa exceção do segmento de transmissão.

Na transmissão, um tripé favorece o uso de Project Finance: completo e irrestrito respeito aos contratos, aplicação “religiosa” dos índices de reajuste e uma tarifa que, paga pelas distribuidoras de energia, não se coloca na interface direta com os consumidores e com a opinião pública. Nunca assistimos, até hoje, contestação dos contratos, o IGP-M tem sido aplicado automaticamente e, apesar da participação da transmissão na tarifa final ter saltado de 2% em 1996 para 6% em 2004, nunca presenciamos manifestações em audiências públicas nem oportunistas querendo se beneficiar de bravatas populistas. A segurança ofertada por uma maior rede de transmissão tem seu preço. E o preço tem sido pago, o que gera a grande competição por lotes de transmissão. A expansão tem acontecido, os financiamentos têm sido aprovados. E é melhor que assim seja.

O mesmo ambiente indutor de investimentos não se repete nos segmentos de geração e distribuição. O Banco Interamericano de Desenvolvimento tem sido um dos grandes financiadores de empreendimentos elétricos brasileiros desde a década de 90. Já financiou US\$ 1,3 bilhão para dez projetos que geraram investimentos privados superiores a US\$ 2,7 bilhões. O mesmo BID tem revelado preocupação com a freqüente alteração de regras e alerta que tal instabilidade afeta a viabilidade de projetos futuros.

Nós, os investidores privados, tomadores de empréstimos do BID e de outras instituições, não poderíamos estar mais alinhados com tais apreensões. O setor precisa de R\$ 20 bilhões de investimentos ao ano para suportar um crescimento médio da economia de 3,5% ao ano. A Eletrobrás recentemente anunciou que investirá R\$ 4,6 bilhões em 2005. Em 2004, tinha anunciado que investiria R\$ 4,3 bilhões, mas encerrou o ano aportando R\$ 2,9 bilhões. Mesmo que no nível da Eletrobrás não haja a freqüente frustração entre previsto e realizado, estamos falando, para 2005, de um vácuo de investimentos superior a R\$ 10 bilhões e que deve ser preenchido por agentes privados.

Nenhum investimento privado relevante para a expansão da geração foi anunciado nos últimos 30 meses. Os otimistas dizem que os investimentos não aconteceram porque o cenário era de sobreoferta. Essa não é a opinião dos financiadores. Eles afirmam que está faltando mesmo é um ambiente que ofereça as garantias de que haverá tarifa realista na ponta da distribuidora para

assegurar os pagamentos da cadeia de agentes que dependem desse sinal: geradores, transmissores, prestadores de serviço, fornecedores de equipamento e financiadores.

Os especialistas salientam, ainda, que há preocupação em relação à racionalidade econômica na competição que se dará entre privados e estatais. Para quem já assistiu aos inúmeros episódios de projetos estatais que prometeram orçamentos que se transformaram em meras peças de ficção, um leilão de energia nova em que ganha quem oferece a menor tarifa desperta certa preocupação: quem pagará a conta se o orçamento não for cumprido e se a tarifa prometida não for entregue aos níveis iniciais? O que dizer para os outros competidores, mais realistas, que foram deslocados da competição? A sociedade precisa estar vigilante.

Muitos disseram e dizem que “o teste do novo modelo seria ou será o sucesso do leilão X ou do leilão Y”. Na nossa opinião, apesar do recente fracasso do último leilão de energia existente (que atendeu somente 23% da demanda informada pelas distribuidoras), o verdadeiro teste do novo modelo passa por outro tipo de critério.

O dia em que a grande maioria dos financiadores olhar para os projetos candidatos e os aprovar com base nas exigências de Project Finance será o dia em que poderemos proclamar que, finalmente, caminhamos em direção a um setor elétrico menos artificial e mais competitivo e, portanto, mais eficiente. Um setor que terá reduzido ao mínimo o custo financeiro, custo que é o de maior impacto em seus projetos. Esse será o dia em que governo, consumidores e investidores poderão e deverão comemorar.

Até lá, o setor elétrico continuará reprovado aos olhos dos financiadores e da sociedade.

1 - Cláudio Sales é presidente da Câmara Brasileira de Investidores em Energia Elétrica. A CBIEE é constituída pelos 16 maiores grupos empresariais de investidores privados, brasileiros e estrangeiros, responsáveis por 66% da distribuição e 28% da geração de energia no país. São membros: AES, Alliant, CMS Energy, CPFL Energia, Duke Energy, EDF, EDP, El Paso, Endesa, Grupo Cataguazes-Leopoldina, GP Investimentos, Grupo Rede, Iberdrola, Prisma Energy, PSEG e Tractebel.

2 - Fitzgerald, P.F., and B.N. Machlin, 2001, Project Financing: Building Infrastructure Projects in Developing Markets (2001), Practising Law Institute (New York, NY).