

Canal Energia – 15/07/2011

TIR: indicador de viabilidade

Taxa Interna de Retorno é quem mede condições financeiras para projetos saírem do papel

Fábio Couto, da Agência CanalEnergia, Reportagem Especial

Em empresas intensivas de capital, como na infraestrutura, calcular a Taxa Interna de Retorno (TIR) dos projetos é importante para se definir a viabilidade dos investimentos, já que a partir do valor mede-se lucratividade, qualidade do projeto, capacidade de reinvestimentos, financiamentos, entre outros pontos. Ou seja, a TIR é o árbitro dos projetos de infraestrutura. No setor elétrico, o indicador ganhou importância ainda maior desde que o modelo setorial foi reformado, entre 2003 e 2004. Isso porque ficou estabelecido a compra de energia em pool e por meio de leilões reversos, onde os lances estão associados às tarifas, a partir de um preço inicial. Ou seja, para empreendedores de geração e transmissão, a TIR está associada a qual preço de lance pode-se chegar nos leilões. Naturalmente que a TIR de cada empreendedor é exclusiva. Um mesmo projeto pode ter um a taxa diferente para cada

empresa, pois esse valor está associado a diversos fatores, entre os quais a percepção de risco de cada empreendedor. Precificar riscos e oportunidades é o "pulo do gato" para se chegar a uma TIR adequada. É comum ouvir agentes dizerem que deixaram disputas de hidrelétricas ou retirar térmicas e eólicas de leilões porque o patamar de preço inviabilizaria o retorno do projeto. Ao mesmo tempo, há debates quando empresas arrematam ativos com preços tidos como surpreendentes.

Conceitualmente, a TIR está diretamente associada a um componente chamado Valor Presente Líquido, que consiste, no grosso modo, em trazer os fluxos de caixa a valor presente e comparar com as taxas de mercado para se verificar a viabilidade. Naturalmente, realizar um investimento significa analisar uma alternativa perante as demais disponíveis aos empreendedores - em outras palavras, o custo de oportunidade, ganho que se deixa de obter por se abrir mão de investimentos com riscos, retornos e

prazos semelhantes. Num setor elétrico que tem no setor de geração uma gama de opções de fontes; na transmissão a estabilidade que assegura receitas; e na distribuição um coletor direto de recursos; decidir a aplicação de recursos financeiros equivale em apostar em condições mais vantajosas.

Bernardo Bezerra, diretor da PSR, explica que um dos aspectos mais importantes do cálculo da TIR em projetos de energia elétrica é a necessidade de se analisar quais são os riscos envolvidos na atividade. Nesse caso, dentro de dois fatores: os de mercado (risco país, por exemplo), e os do segmento, considerando ainda as características da usina. "Dependendo do tipo da usina, os riscos são diferentes", afirmou. Para o presidente do conselho de administração da Associação Brasileira de Produtores Independentes de Energia Elétrica, Luiz Fernando Vianna, a opção do empreendedor em optar por uma ou outra fonte nos leilões, e naturalmente aos riscos que cada uma apresenta, está bastante ligada à vocação do empreendedor, ao histórico no setor e à percepção do próprio risco.

"Cada fonte possui os riscos inerentes, por exemplo: a hidreletrecidade, possui os riscos hidrológicos, característicos da fonte; a termelétricidade a questão do preço do combustível - hoje bem mais mitigada - e o risco de despacho; e as eólicas, o regime dos ventos, após a entrada em operação, que pode não proporcionar ao empreendimento, o fator de capacidade contemplado no business plan do leilão",

comenta Vianna. No caso da biomassa, uma das razões para o baixo volume de energia contratada em leilões, segundo tem reiterado diversas vezes o presidente da Empresa de Pesquisa Energética, Mauricio Tolmasquim, é a taxa de retorno que esses empreendedores calculam para os projetos, diferentes das médias obtidas por outros empreendimentos.

O gerente da equipe de Estudos Econômicos e Financeiros da Andrade & Canellas Ricardo Savoia pondera que o setor de açúcar e álcool possui custos mais elevados e riscos diferentes dos registrados no setor elétrico, ainda que possa contar com incentivos do governo. Do mesmo modo, essas empresas terão um grande esforço operacional para recuperar um custo de capital mais elevado que o do setor elétrico. Além disso tudo, segundo Savoia, uma grande parte dos empreendedores à biomassa

possuem ativos antigos, que necessitariam de um retrofit - algo custoso para um mercado que possui uma sazonalidade que corre o risco da quebra ou deslocamento da safra.

Nesse caso, salienta Savoia, o impacto de uma safra fora do prazo representa um risco indireto, já que o deslocamento do início da colheita - e naturalmente do uso da palha e do bagaço - pode levar os usineiros afetados a recorrer ao mercado. Já no que se refere a eólicas, o presidente do Instituto Acende Brasil, Claudio Sales, avalia que a oferta maior de equipamentos e a implementação de uma política de governo que permitiu a formação de um mercado permitiu que se instalassem novas empresas e a

competitividade fosse realidade, impactando nos preços da energia - ajudado também pela crise europeia que interrompeu a expansão global da energia eólica e direcionou os recursos e equipamentos para os países emergentes que estão apostando na entrada das energias renováveis, como o Brasil.

A analista setorial da Lafis, Cristiane Mancini, observa que os incentivos governamentais para fontes como eólicas, nucleares e biomassa são fatores que permitem reduzir o custo dos empreendimentos e motivar as empresas a buscar esses tipos de geração. "Se o governo incentiva uma determinada matriz energética, o preço da energia vai ser menor, porque vai haver um custo de produção menor", apontou. Eólicas, por exemplo, têm redução de impostos para a importação de pás dos aerogeradores, e redução do custo do aço para fabricação de componentes. Cristiane ressalta que as eólicas já foram um dos tipos mais caros de energia da matriz energética. Por outro lado, térmicas tradicionais, a combustíveis fósseis, não estão dentro de programas de incentivos por conta do perfil, mais emissor de gases de efeito estufa ou poluidor - caso de usinas a óleo e carvão.

Alguns riscos, no entanto, são comuns a todos os empreendedores, como o cambial, que poderia afetar a TIR, diante da elevação do custo do financiamento. Vianna ressalta que o risco está associado a qualquer empreendimento, mas o problema, em geral, é a ocorrência de riscos cuja existência e amplitude são

impossíveis de serem previstas, medidas e mitigadas. Ele destaca, por exemplo, o licenciamento ambiental, que no caso das hidrelétricas, embora os leilões de outorgas sejam feitos com as licenças prévias já concedidas, há uma grande imprevisibilidade nos custos pós LP, antes da licença de instalação e mesmo antes da licença de operação.

"A consequência disso é que a percepção de risco do empreendedor será refletida no preço da energia ofertada no leilão, precificação essa que possui limites, tendo em vista que o empreendedor estará participando de um processo licitatório", comenta. Cristiane, da Lafis, também ressalta a questão das incertezas. Ela cita como exemplo, o caso de Belo Monte, que embora esteja sendo construída, há os riscos de atrasos na entrega da energia. "Em que ano ela atingirá a capacidade instalada pretendida?", questiona. Vianna aponta ainda os riscos de inadimplência de agentes junto à Câmara de Comercialização de Energia Elétrica como um dos principais riscos que podem influir nos retornos dos projetos, apesar de avanços como a edição da resolução 437/2011, da Agência Nacional de Energia Elétrica, emitida no último dia 24 de maio, que deteve a escalada da inadimplência na instituição a partir deste ano.

"Apesar dos muitos avanços ocorridos na Aneel e na CCEE com relação a esse tema, ainda restam vários pontos para correção de rumos, como a necessidade de se reavaliar o sistema de aporte de garantias, a necessidade de criar-se um fast track para o desligamento de agentes na CCEE e critério de o rateio de perdas (loss sharing) que atualmente é uma "roleta russa" mensal, em que a cada mês, o resultado da

inadimplência pode ficar com qualquer agente credor - inclusive os novos entrantes no mercado que podem herdar dívidas, mesmo anteriores a sua participação no mercado de energia", salienta Vianna.

Há ainda outros fatores que podem influir na classificação de riscos, segundo Cristiane, da Lafis. Um deles, considera, é a renovação das concessões, que impacta bastante em aspectos como obtenção de linhas de financiamento e realização de investimentos nas usinas. Além disso, seguradoras acabam elevando os custos das usinas ao considerarem a existência de riscos que podem elevar os custos dos projetos. Fatores extras, como crises não identificadas previamente podem também refletir na taxa de retorno dos projetos, também por conta da elevação de custos.

Um exemplo, analisa, é a crise ocorrida em março no canteiro de obras de Jirau, no Rio Madeira, envolvendo os operários que trabalhavam na construção da usina. O desfecho da rebelião de parte dos trabalhadores resultou em prejuízos para a Energia Sustentável do Brasil, em função dos danos causados em alojamentos, ônibus e equipamentos. Cristiane ressalta que casos como esse derruba a TIR porque tais custos são imprevisíveis e que impactam nos custos dos seguros fechados para os

empreendimentos.

A taxa de retorno, naturalmente, não é a única avaliação dos projetos de energia ou se as empresas são sustentáveis com os projetos em andamento. Um dos mecanismos para aferir a sustentabilidade financeira de uma empresa é o Valor Econômico Agregado - EVA, sigla em inglês para Economy Value Added - que mede a rentabilidade a partir de todos os fatores de produção, incluindo o custo de

oportunidade do capital imobilizado em ativos fixos. O **Instituto Acende Brasil** é uma das instituições que analisa de perto o EVA, em parceria com a Stern Stewart & Co, empresa de consultoria que criou uma

metodologia padronizada para computar o EVA, o que permitiu maior uso do indicador

pelas empresas.

Como o WACC é muito variável, segundo **Claudio Sales**, o que deve ser medido é a diferença entre o retorno sobre o investimento de capital (ROIC) e o custo médio ponderado e o sinal que essa diferença apresenta - positiva ou negativa. É essa diferença que mostra se há aumento ou destruição de valor da empresa. " A TIR sozinha não é um indicador suficiente", aponta. Por conta desse indicador, a entidade e a Stern Stewart apontam para uma geração de valor econômico em 22 empresas do setor nos anos de 2007, 2008 e 2009, dentro de um período iniciado a partir de 1998. Em outras palavras, entre 1998 e 2006 o EVA foi negativo e nos três anos seguintes, o indicador foi positivo, mas próximo de zero. A avaliação aponta para perdas acumuladas no setor da ordem de R\$ 49,3 bilhões - que corrigidas pelo custo de oportunidade do capital em cada ano, somam aproximadamente R\$ 222 bilhões.

"Isso mostra que no setor elétrico em economia de países mais estáveis, tradicionalmente as empresas possuem um EVA ligeiramente acima de zero. Isso faz sentido porque o setor elétrico é de capital intensivo, capaz de abrigar grandes volumes de recursos, e é regulado porque é mais protegido de intempéries", afirma.

O estudo destaca que as perdas bilionárias do passado foram causadas, entre outros fatores, pela maxidesvalorização ocorrida no final da década de 1990 e pelo racionamento de energia. Com relação à crise cambial de 1999, o estudo explica que uma parcela significativa do financiamento das empresas era atrelada ao dólar ou indexada a índices de inflação muito sensíveis à cotação da moeda. Como o país promoveu o abandono do regime cambial de mini-bandas, no início do ano de 1999, o país sofreu uma grande desvalorização da moeda, que atingiu o pico em 2002, diante das incertezas relacionadas a mudanças de governo, segundo o **Acende Brasil**.

Naquela ocasião, o dólar chegou a custar quase R\$ 4,00. "O efeito da desvalorização do câmbio sobre o endividamento das empresas foi brutal", observa o **Acende Brasil**. Já no caso do racionamento de energia, o que afetou as empresas foi uma queda de receita num segmento com uma proporção muito elevada de custos fixos. O EVA considera o custo médio ponderado de capital, sendo que no caso do capital próprio, o modelo adotado é o CAPM - Capital Asset Pricing Model - modelo de precificação de ativos financeiros, enquanto que o custo de capital de terceiros é baseado nas despesas de captação de debêntures e de financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Na avaliação do **Instituto Acende Brasil**, a manutenção do EVA positivo, em especial para distribuidoras e empresas de transmissão, está dependente dos resultados dos futuros ciclos de revisão tarifária a serem realizados pela Aneel. Apesar da baixa rentabilidade no passado, entre 1998 e 2003, os principais investidores aportaram

R\$ 81,2 bilhões. A melhora do EVA, aponta, pode ter sido causado, entre outros fatores, pela redução do custo de capital (WACC).

Bezerra destaca que "a coisa mais particular para o empreendedor é a TIR" e que é difícil considerar um patamar médio de taxa, considerando os diversos aspectos para o cálculo do indicador. Vianna, da Apine, concorda, alegando ser difícil separar ou classificar as taxas de retorno de investimento por fonte. "São intrínsecas a cada empreendimento, independente do energético utilizado", complementa. Quanto aos valores das taxas, o executivo explica que a disparidade é muito grande, observando-se os leilões realizados nos últimos anos e excluindo-se alguns casos ou que a rentabilidade resultou negativa e outros em que as taxas foram excepcionalmente altas.

"Não estaremos afastados da realidade se considerarmos a faixa de 4 a 20% para a TIR dos investimentos", destacou Vianna. Para Savoia, da Andrade & Canellas, em termos históricos, a TIR vem observando queda de forma geral ao longo dos últimos quinze anos, diante de fatores como gestão de alavancagem realizada pelas empresas, substituição de dívida em moeda estrangeira por moeda nacional, redução de custo ponderado de capital, diminuição do risco país, entre outros fatores. Segundo o especialista, o mercado trabalha tendo como praxe uma taxa de 12%, sendo que empresas maiores, por terem maior poder de negociação das dívidas consegue barganhar melhor os custos de financiamento. Cristiane, da Lafis, destaca que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social ainda é o principal meio de obtenção de financiamentos e que a instituição possui, entre outras características, oferta de condições de crédito favoráveis a projetos de geração, com taxas mais atrativas, prazos mais longos e linhas mais flexíveis. Na visão de Savoia, a definição da TIR está mais diretamente ligada ao porte da empresa do que ao fato de ser estatal ou privada. Ele destaca como exemplo o terceiro ciclo de revisão tarifária das distribuidoras, que tem WACC sugerido pela Agência

Nacional de Energia Elétrica de 7,57% - uma primeira proposta estabelecia um WACC de 7,15%. Savoia conta que empresas pequenas não terão o mesmo poder de negociação de taxas de financiamento e crédito que outras de maior porte, o que pode ajudar em um processo de consolidação no setor, com vistas ao aumento de market share. A consolidação tende a jogar as taxas para baixo com mais escala nos projetos, o que pode ser verificado no fluxo de caixa.

"Com isso, consegue-se gerar mais valor quando se desconta o fluxo de caixa daquele projeto. Em vez de se descontar a 12%, faz a 8%, 10%, e isso faz com que, ao se olhar o projeto de 30 anos, o valor presente líquido seja bem maior do que com taxas mais elevadas", explicou Savoia. Bezerra, da PSR, recorda, porém, que atualmente a tendência é de se ter uma taxa mais baixa de retorno por conta do aumento da competição - tanto na geração quanto na transmissão - devido aos ágios mais elevados,

o que acaba sendo mais coerente com um segmento que criou contratos de longo prazo, com menos riscos. Como exemplo, Bezerra aponta o risco da inflação ser inexistente, já que os contratos são atrelados ao reajuste do índice.

Sales, do **Acende Brasil**, lembra que parâmetros que ajudam a definir o caixa das distribuidoras são definidos pelo regulador e valores considerados insustentáveis podem comprometer um esforço de recuperação do EVA que já vinha sendo

verificado por essas empresas. Na avaliação do executivo, impactos negativos sobre a rentabilidade das distribuidoras poderão ocorrer caso a Aneel promova o que foi proposto inicialmente como mudança metodológica da revisão tarifária.

Sob esta linha, Savoia, da Andrade & Canellas, salienta que no setor a competição se dá em casas decimais, que acaba impactando na decisão de se fazer ofertas nos leilões. Na visão de Vianna, da Apine, como a percepção de risco varia com o empreendedor, e diante do momento vivido pelo setor e pelo país, é difícil ter uma "receita de bolo" para se fixar uma TIR, embora alguns pontos são observados no cálculo - todos eles ligados ao risco. São eles a questão ambiental, quanto à ocorrência de previsibilidade de custos e prazos, a estabilidade regulatória, a necessidade de subsídios para viabilização do empreendimento - "algumas empresas não investem em projetos que necessitam de

subsídios para viabilização", afirma -, o prazo do contrato, e questões regionais, como governos estaduais e municipais, Ministério Público, tipo de mata, ONGs atuantes, entre outras.

Sales, por sinal, cunhou o termo "taxa patriótica de retorno", valores muito baixos que podem reduzir drasticamente a rentabilidade de empresas em projetos que são colocados em disputas nos leilões. Especialmente a Eletrobras, **Sales** avalia que a estatal ainda continua muito aquém, do desejável para uma empresa do porte dela. "Faria muito bem à Eletrobras um cuidado maior com a rentabilidade dos empreendimentos dos quais ela participa e é extremamente necessário para fortalecê-la", diz.

O executivo destaca ainda que o histórico de EVA da Eletrobras sempre foi de um indicador negativo, sem mudança de trajetória rumo ao lado positivo. "Espero que ela mude essa tendência, caminhando para o lado positivo, para que ela busque a sustentabilidade", disse. Já Vianna ressalta que a atitude de empresas, estatais ou privadas, que apresentavam TIR baixas para projetos, contra a média prevista pelo mercado, de modo a desprezar a lógica econômica de custo de capital próprio e de alternativas de investimento, tem consequências perversas, pois restringe a participação nos leilões de players que já atuam no mercado e inibem novos entrantes. Além disso, acionistas privados ou o Estado vêem a destruição do valor da empresa com a prática.