

# Percepção de risco no setor elétrico brasileiro

Edson Gonçalves

Pesquisador do Centro de Estudos em Regulação e Infraestrutura (Ceri) da FGV

Apesar da quantidade de iniciativas realizadas pelo governo central na última década, o Brasil ainda sofre com a má qualidade de sua infraestrutura, com reflexos na vida dos cidadãos, nas decisões das empresas e na posição do país no Índice de Competitividade Global (ICG). Os gargalos incluem estradas, portos, ferrovias, aeroportos, mobilidade urbana, energia e serviços relacionados à provisão de água e saneamento.

Na tentativa de sanar esses problemas, o governo costuma destinar um montante considerável de dinheiro público em cada orçamento anual para complementar fundos do setor privado. No entanto, o que se percebe é um grande atraso em relação ao início e à entrega das instalações, dada a alta carga de burocracia envolvida. Do lado do setor privado, o que vemos é uma participação modesta, que pode estar relacionada, principalmente, com o *trade-off* entre retorno e risco nesses tipos de projetos.

Em grande parte do tempo, as taxas de retorno previstas para os investidores ficaram muito longe do necessário para atrair os investimentos desejados. Em outras palavras, as taxas internas de retorno



oferecidas, e calculadas a partir da média entre as taxas oriundas das diversas fontes de financiamento, metodologia conhecida pela sigla WACC (custo médio ponderado do capital, em inglês) têm sido sistematicamente menores do que o retorno que seria adequado para remunerar

apropriadamente tais investimentos, dado o seu nível de risco.

Esta questão, tardiamente, passou a fazer parte da agenda governamental. O Ministério da Fazenda, em recente encontro com investidores externos, divulgou o lançamento de um novo programa de parcerias com a iniciativa privada para maio de 2015. De acordo com o ministro da Fazenda, com o objetivo de aumentar a participação privada em infraestrutura, será apresentado um novo cronograma de concessões e um conjunto de iniciativas relacionadas à financiabilidade de tais projetos, rediscutindo, inclusive, o papel recente desempenhado pelo BNDES. Esperam-se, assim, regras mais claras e estáveis com relação à repartição dos riscos existentes; ou seja, uma guinada com relação aos procedimentos adotados pelo governo até o presente momento.

Esta discussão resume uma questão crucial da teoria e prática em finanças – o *trade-off* entre retorno esperado e nível de risco numa decisão de investimento, seja numa carteira de ativos financeiros, seja em ativos reais, como é o caso de projetos de infraestrutura. A ideia

elementar, e que é corroborada empiricamente desde os trabalhos fundamentais da teoria de finanças, é que ativos mais arriscados devem oferecer uma compensação aos investidores para que se tornem atraídos – sob a ótica de quem possui recursos para aplicar, um retorno esperado maior está vinculado, necessariamente, a uma maior exposição aos diversos tipos de riscos associados ao negócio em questão.

Desse modo, quando traduzimos esse princípio elementar para a análise de uma firma regulada ou para um investimento em infraestrutura, a despeito da importância de outros aspectos, como modicidade tarifária, nada se perde com relação à ideia original: o retorno requerido deve compensar o risco ou, em outras palavras, deve oferecer um prêmio sobre o custo de oportunidade do capital que seja compatível com o risco do empreendimento. A figura ao lado apresenta, de maneira simplificada, os componentes do retorno requerido num empreendimento em infraestrutura.

A taxa livre de risco, bem como o risco de taxas de juros, são parâmetros de natureza macroeconômica, que afetam todos os tipos de setores e indústrias. Os remanescentes são específicos das companhias e cruciais dentro da análise de uma firma regulada. O **risco de negócio** é devido à volatilidade das receitas da firma e inclui fatores externos, como a qualidade da **regulação**. Também inclui fatores internos, como: diversificação da base de consumidores (residencial, industrial e comercial), o nível de flexibilidade com relação a insumos (geração por diversas fontes), a possibilidade de não obter insu-

---

## A Medida Provisória nº 579, convertida na Lei nº 12.783/2013, é um exemplo de ação discricionária por parte do Estado e que fez aumentar a percepção de risco

---

mos em tempo hábil (deficiências na cadeia de suprimentos), o nível de eficiência operacional da empresa e o tamanho dos projetos da

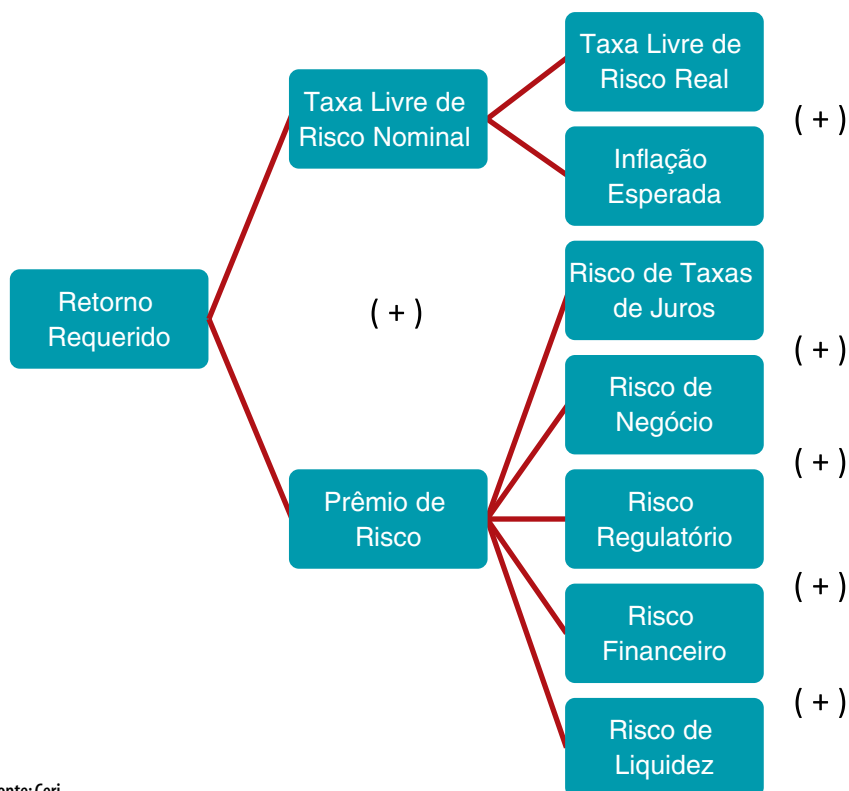
firma (dificuldade de gestão, ocasionando atrasos).

O **risco regulatório**, assim, pode ser visto como um componente do risco de negócio associado diretamente à qualidade da atividade regulatória e a sua (baixa) previsibilidade. No Brasil já existe uma ampla literatura acadêmica identificando a sua existência e relevância.

A **Medida Provisória nº 579**, convertida na Lei nº 12.783/2013, é um exemplo de ação discricionária por parte do Estado e que fez aumentar a percepção de risco por parte dos agentes privados. Parte de um pacote mais amplo de mudanças no marco regulatório do setor elétrico brasileiro, essa medida, juntamente com uma situação hidrológica desfavorável e ações governamentais subsequentes, contri-

### Prêmio de risco

Componentes do retorno requerido em um empreendimento em infraestrutura



Fonte: Ceri.

buiu para a deterioração da situação financeira das empresas de geração e distribuição de energia elétrica.

Para contornar a situação, as referidas empresas têm recorrido, constantemente, à ajuda financeira do governo e/ou aportes do mercado financeiro privado, a um custo elevado e que será repassado aos consumidores finais.<sup>1</sup> Como consequência, o retorno sobre o capital tem se deteriorado, não refletindo os riscos reais enfrentados no momento presente. Percebe-se, também, um incremento nos prêmios exigidos pelos investidores no financiamento das firmas de distribuição no Brasil. Esse fato é ilustrado, para algumas companhias selecionadas, no gráfico abaixo.<sup>2</sup>

Adicionalmente, esse ambiente, carente de regras claras e enfrentando riscos elevados, tem dificultado a obtenção de fundos para projetos de investimento. Essa situação contrasta com o quadro de estabilidade que normalmente caracteriza esse segmen-

## A melhoria do ambiente regulatório, em conjunto com uma expansão saudável do mercado de capitais, constitui um desafio a ser enfrentado com urgência

to da indústria no longo prazo. Aqui, temos a evidência de um efeito de segunda ordem relacionado ao aumento do risco regulatório – o aumento nos **riscos financeiros** e de **liquidez**.

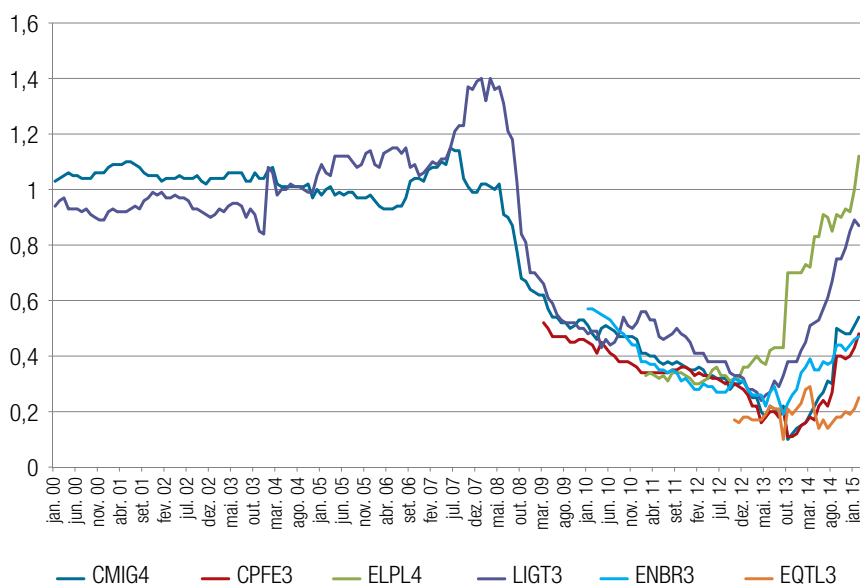
Conforme explicitado, uma sequência de medidas discricionárias, inauguradas pela MP 579, acabou por desencadear uma crise de fi-

nanciamento (**risco financeiro**) com reflexos também na atratividade dos papéis emitidos pelas empresas (**risco de liquidez**), num setor que sempre foi considerado um porto seguro pelo mercado.

Estas ações, baseadas no princípio de modicidade tarifária e promoção do objetivo legítimo de competitividade para o setor industrial, levaram a aumentos de preços que não refletiam adequadamente os custos das empresas, bem como o valor da escassez de energia para os consumidores em geral. Como consequência, temos observado, desde o início de 2015, um processo de correção abrupta das tarifas aos consumidores finais, na contramão da intenção inicialmente anunciada pelas autoridades governamentais.

Portanto, a melhoria do ambiente regulatório, em conjunto com uma expansão saudável do mercado de capitais, constitui, cada vez mais, um desafio a ser enfrentado com urgência. Nesse sentido, são bem-vistas as intenções anunciadas pelo Ministério da Fazenda, como a de auxiliar na busca de novas fontes de financiamento no mercado financeiro e junto ao Banco Mundial. ■

### Nível de risco sistêmico em empresas selecionadas



Fonte: Victor Souza - FGV/EPGE.

<sup>1</sup>Segundo divulgado pela Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE), em 26/3/2015, um terceiro financiamento será contratado, no valor de até R\$ 3,4 bilhões, além da repactuação de duas operações de crédito anteriores. O novo financiamento tem prazo de 54 meses e taxa de CDI + 3,15% ao ano. As duas anteriores, tiveram prazos, repactuados, de 24 para 54 meses e taxas de juros fixadas em CDI + 2,525% ao ano e CDI + 2,90% ao ano, respectivamente.

<sup>2</sup>Estes dados foram gentilmente cedidos por Victor Souza, que defende dissertação relacionada ao tema na FGV/EPGE sob orientação do autor deste artigo.