



GESEL

Grupo de Estudos do Setor Elétrico

UFRJ



XXIV SNPTEE

Seminário Nacional de Produção e
Transmissão de Energia Elétrica

O FINANCIAMENTO DAS DISTRIBUIDORAS DE ENERGIA ELÉTRICA BRASILEIRAS

Caroline Miaguti

Késia Braga

Roberto Brandão

Ernani T. Torres Filho

Rafael de Oliveira Gomes – CPFL

Rafael Moya Rodrigues Pereira - CPFL

Lucca Zamboni – Gesel/UFRJ (Apresentação)

} Gesel/UFRJ



Esse artigo visa analisar o modelo de financiamento das distribuidoras de energia elétrica com base na taxonomia desenvolvida em *Government, Markets and Growth (1984)*, por John Zysman. O Autor analisa dois sistemas de financiamento principais, são eles:

Mercado de Capitais (*Capital market-based system*)

no qual as empresas obtiveram financiamento de longo prazo nos mercados de capitais, com preços fixados pelos mercados.

- Privilegia as emissões de dívidas e ações na captação de recursos privados.



Estados Unidos e
Grã-Bretanha

Desta forma, as empresas se financiam através de emissão direta de títulos de dívida (debêntures e outros) e propriedade (ações) de longo-prazo diretamente com os agentes privados.

Crédito Bancário - *Credit-based financial system*

Privado: atuam simultaneamente em diversos segmentos, fixando os principais preços dos créditos de curto e de longo-prazo.

→ Alemanha

Governamental: os preços cruciais são fixados por instituições financeiras governamentais, como bancos de desenvolvimentos e bancos públicos ou agências de financiamento públicas criadas para financiar determinados setores.

→ França e Japão

Cada uma dessas modalidades envolve um sistema de negociação diferente entre investidores, financiadores e estado, em que cada um tem um papel diferente.

No caso do Brasil, onde a captação por intermédio do mercado de capitais é pouco desenvolvida, o modelo de financiamento de longo prazo é predominantemente bancário (*Credit-based*), no qual o BNDES (banco estatal) possui papel-chave.

A dinâmica de desenvolvimento do setor elétrico brasileiro, por ser altamente capital intensivo, é marcado pelo modelo de financiamento adotado no Brasil.

- Nos anos 90, o BNDES atuou como gestor e financiador do processo de privatização.
- Em 2001 (Racionamento), o BNDES contribuiu com financiamentos às distribuidoras preservando a solvência das empresas e diminuindo a pressão tarifária.
- O banco foi fundamental no financiamento de longo prazo de projetos de geração, transmissão de energia e nos planos de investimentos das distribuidoras.
- A partir do novo marco regulatório em 2004, o objetivo foi atrair tanto recursos privados quanto públicos, mas com grande esforço de financiamento público de setores-chave para o desenvolvimento econômico por meio do BNDES.

O período após o ano de 2003 é marcado por financiamentos públicos e privados no setor elétrico brasileiro, pois o novo marco regulatório aumentou as garantias do setor junto ao sistema financeiro.

Nos anos recentes o BNDES tem papel fundamental na dinâmica de financiamento da economia brasileira.

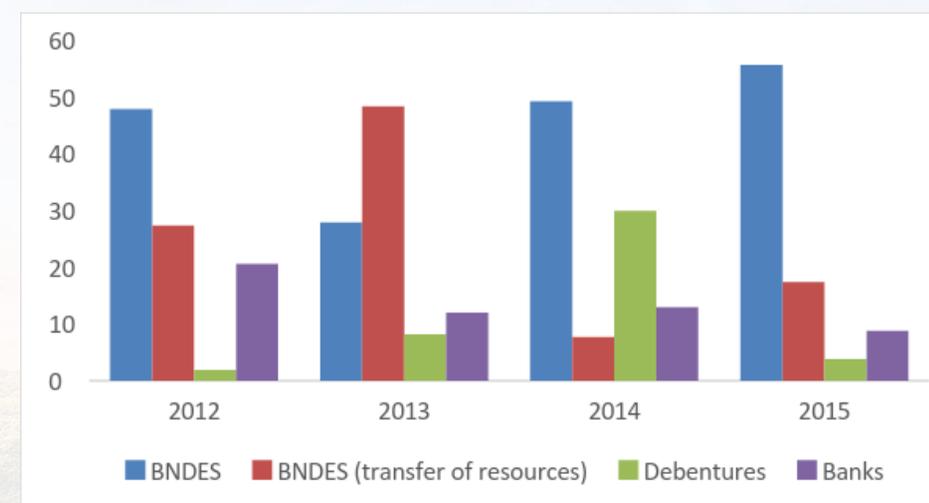


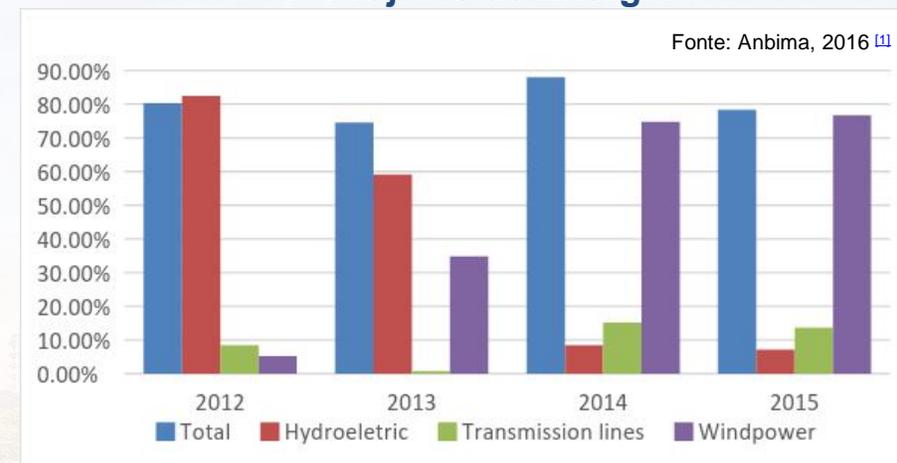
GRÁFICO 1 - Fonte: Anbima, 2016.

Nas legendas do gráfico são BNDES direto, BNDES indireto, Debêntures e Bancos comerciais, respectivamente.

Projetos de infraestrutura:

- Altos custos de entrada e saída dos investimentos;
- Longos períodos de maturação;
- Grande estrutura física implantada;
- Incerteza das receitas e pagamento do negócio;
- Grandes obras e investimentos do setor,
- Fonte subsidiada como principal fonte de recursos;
- Vencimento mais longo das dívidas, prejudica a captação por outras fontes.

Financiamento de Longo-prazo de Projetos de Energia



Os segmentos de geração e transmissão são um dos principais demandantes de recursos subsidiados do BNDES dentro do setor elétrico.

^[1] O gráfico de legenda "total" refere-se ao percentual do volume financiado em energia com relação ao total de desembolsos para projetos de longo prazo. Os demais valores estão em percentual do total do volume financiado somente no setor de energia.

Desde 2012 as debêntures incentivadas de infraestrutura vêm sendo introduzidas no financiamento de projetos de longo prazo, a fim de reduzir a pressão sobre geração e transmissão. Os segmentos de destas debêntures.

No segmento investimentos de altos e constantes de atendimento do serviço de distribuição de energia elétrica.

A partir de dados sobre as empresas de distribuição do setor elétrico brasileiro com base no percentual de consumidores que atendem. Essas distribuidoras representam 56,66% do total de consumidores.

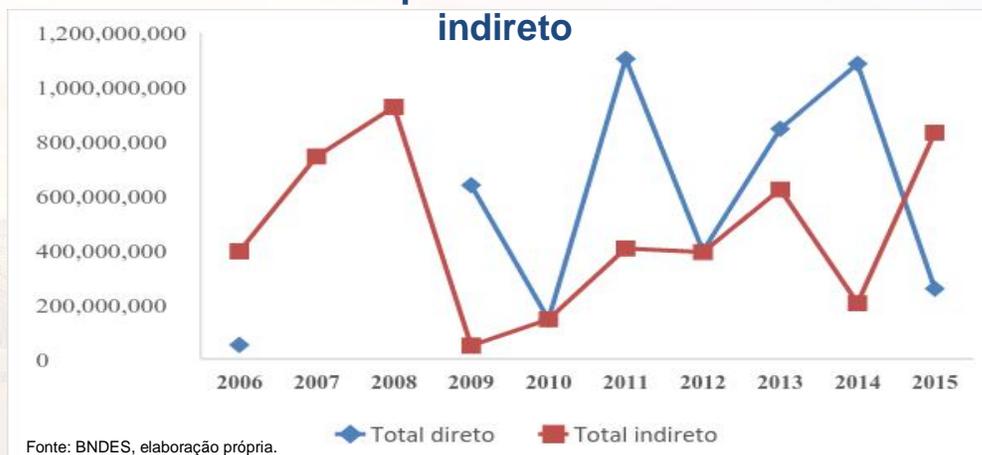
Distribuidoras Analisadas e % de Consumidores

Distribuidora	Consumidores (em%)	Consumo (em%)
CEMIG	10,26	7,86
AES ELETROPAULO	8,58	10,69
COELBA	7,25	4,97
COPEL	5,59	7,09
LIGHT	5,45	6,30
CPFL PAULISTA	5,27	6,47
COELCE	4,28	2,95
CELESC	3,51	4,66
AMPLA	3,30	2,88
ELEKTRO	3,17	3,73
Total	56,66	57,60

Fonte: Aneel

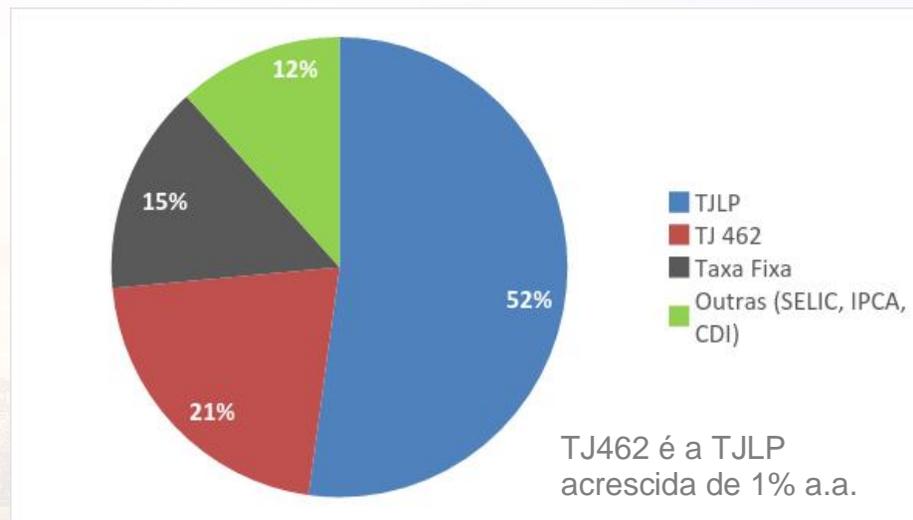
Os volumes financiados indiretamente pelo BNDES através de bancos comerciais são menores do que o volume diretamente obtido com o banco, isto pode ser explicado pelas altas taxas de intermediação financeira cobradas pelos bancos comerciais, haja vista que a taxa básica de juros no Brasil são muitas altas.

Volume Financiado por Modalidade BNDES direto e indireto



Os custos de financiamento através de bancos privados são muito caros, ou que as distribuidoras preferem captar os recursos que necessitam via emissão de dívida, ou ainda utilizar seus recursos próprios para autofinanciamento, como os lucros retidos.

Custos Financeiros dos Desembolsos do BNDES (em % do total)



Fonte: BNDES, elaboração própria.

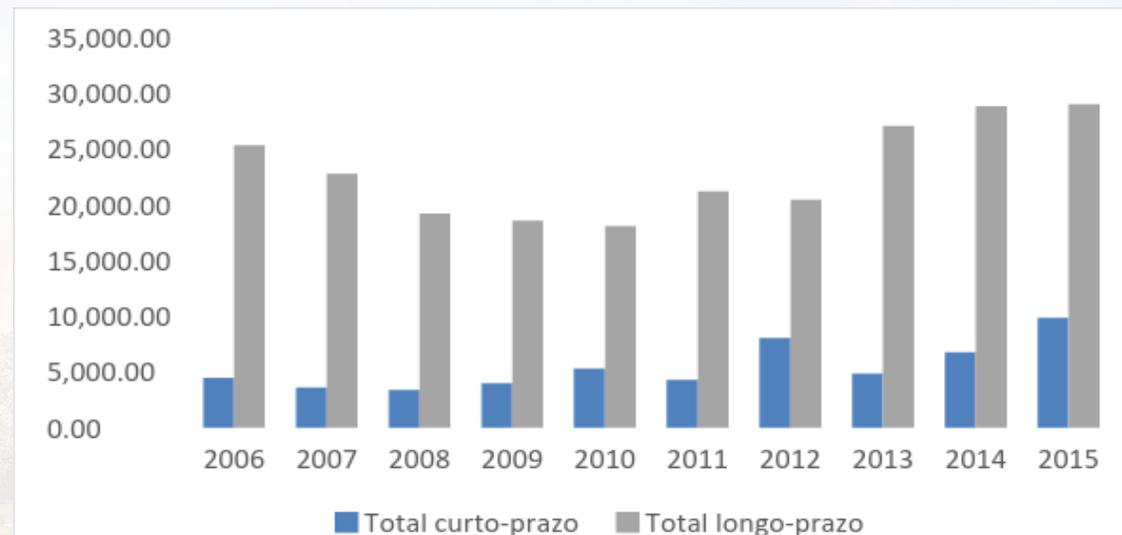
A TJLP é preferida para captação de recursos do BNDES, pois é muito inferior às taxas praticadas no mercado financeiro e bancário.

A taxa de juros básica no Brasil impõe altos custos de financiamento, por isso a existência de uma taxa subsidiada para setores estratégicos ao desenvolvimento é fundamental para o crescimento dos setores de atividade econômica, e principalmente infraestrutura, que historicamente possui maiores dificuldades de captação de recursos dos agentes privados.

O gráfico mostra os financiamentos de longo-prazo e curto-prazo nos passivos das distribuidoras, e naturalmente, os passivos de longo prazo possuem volume muito superior.

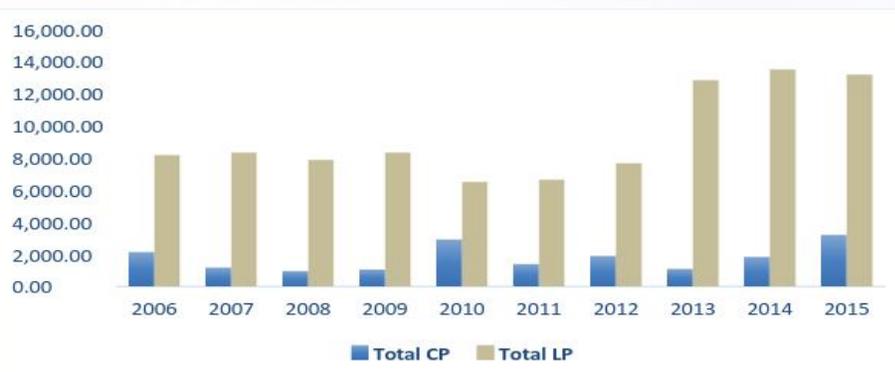
Esses financiamentos longos permanecem por mais tempo no balanço das empresas, possuem alto volume e maior encargo de dívida.

Financiamentos de Curto e Longo-prazo no Balanço Patrimonial das Empresas (em R\$ milhões)



Fonte: Economatica, elaboração própria.

Financiamento por Debêntures no Passivo das Distribuidoras (em R\$ milhões)



Fonte: Economatica, elaboração própria

O gráfico mostra o volume de debêntures nos passivos das distribuidoras.

Comparando com o gráfico anterior, pode-se observar que grande parte do volume de financiamentos nos balanços, tanto de longo quanto de curto prazo, deve-se à participação das debêntures.

Isto mostra que este é um recurso muito utilizado como fonte de recursos para as distribuidoras, e que essas empresas possuem capacidade de se financiar no mercado de capitais.

Capacidade de Autofinanciamento das Distribuidoras (em R\$ milhões)

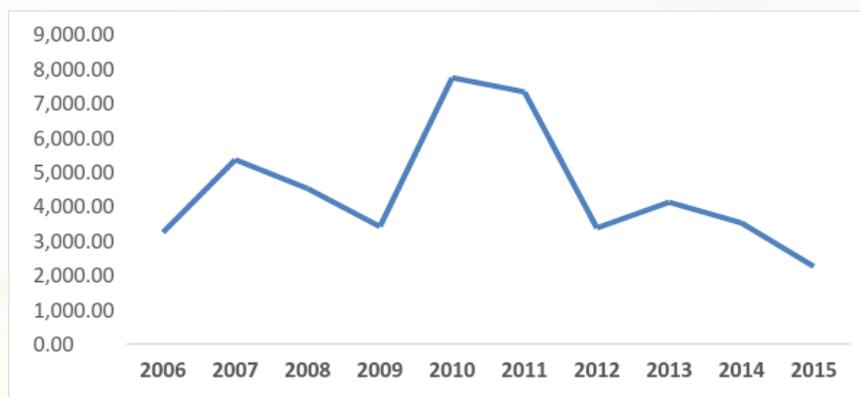


Gráfico 7 - Fonte: Economatica, elaboração própria.

O gráfico mostra a capacidade de autofinanciamento (diferença entre o lucro líquido e o pagamento de dividendos de curto-prazo) das distribuidoras de energia elétrica analisadas.

A variável vem experimentando queda desde 2009, o que pode ter ocorrido devido à queda no desempenho das distribuidoras. No entanto, vimos que os financiamentos do BNDES se expandiram no período pós-crise, o que pode ter evitado um problema de financiamento para as distribuidoras nos anos recentes.

A análise do financiamento das distribuidoras é relevante para entender o impacto da estrutura de financiamento brasileira sobre o setor de infraestrutura.

A distribuição é um segmento com características distintas dos demais:

- com forte participação de autofinanciamento,
- debêntures e
- BNDES direto e indireto no seu balanço.

Sendo um segmento tão diversificado com relação às fontes de financiamento, pode ser uma base para a análise de políticas de redução da participação do BNDES no setor.

Existe grande participação do BNDES no financiamento das empresas analisadas, tanto diretamente quanto indiretamente via bancos comerciais

- Os dados se encaixam na interpretação do sistema de financiamento de Zysman de que existe forte participação bancária no mercado de crédito brasileiro.

No entanto, os volumes de recursos para autofinanciamento e de debêntures nos passivos dessas empresas indicam que o perfil de financiamento deste segmento é diferenciado com relação aos demais setores de infraestrutura, pois além de ter um alto volume de lucros retidos disponível, ainda financia grande parte da sua atividade por meio de debêntures. Isto pode indicar que essas empresas não possuem grandes dificuldades de captação nos mercados financeiros.

- Apesar disso, não se pode deixar de destacar a importância do BNDES no financiamento das empresas brasileiras, devido ao alto custo do financiamento no mercado de capitais.
- A redução dos desembolsos do BNDES, política que vem sendo praticada atualmente, pode representar uma grande elevação dos custos de financiamento do segmento, principalmente tendo em vista que o recurso para o autofinanciamento vem sofrendo queda nos últimos anos.



Lucca Zamboni – PhD. PE.

 +55 (11) 98116 7115

 lucca@gesel.ie.ufrj.br

 <http://www.gesel.ie.ufrj.br/>