



## O Financiamento do Setor Elétrico Brasileiro: o papel do BNDES e as novas tendências<sup>1</sup>.

Nivalde de Castro<sup>2</sup>

André Alves<sup>3</sup>

Carlos Oliveira<sup>4</sup>

Os setores de infraestrutura são considerados estratégicos para o desenvolvimento econômico nacional e regional, dado as suas externalidades positivas para a economia como um todo, sobretudo do ponto de vista dos ganhos de competitividade e do fortalecimento de cadeias produtivas, gerando investimentos e aumento de renda para as famílias.

No que diz respeito ao investimento e a suas condições de financiabilidade, o Setor Elétrico possui certas características que o diferenciam dos demais. São elas: a intensidade de capital, o longo prazo de maturação dos investimentos e a presença dos chamados "custos afundados", considerando que tais investimentos dificilmente terão uso alternativo. Neste contexto, o investimento exige um modelo de financiamento diferenciado para países em desenvolvimento, onde prevalece a dificuldade de fontes de financiamento de longo prazo, com o Estado assumindo um papel fundamental e estratégico.

---

<sup>1</sup> Artigo publicado pela Agência Canal Energia. Disponível em: <https://www.canalenergia.com.br/artigos/53089288/o-financiamento-do-setor-eletrico-brasileiro-o-papel-do-bndes-e-as-novas-tendencias>. Acesso em 4 de janeiro de 2019

<sup>2</sup> Professor do Instituto de Economia da UFRJ e coordenador do GESEL- Grupo de Estudos do Setor Elétrico.

<sup>3</sup> Doutorando de Economia da UFF e pesquisador líder do GESEL-UFRJ.

<sup>4</sup> Mestrando do PPE-COPPE e pesquisador líder do GESEL-UFRJ.

Até a década de 80, o Estado era o principal responsável pelo desenvolvimento da infraestrutura, atuando como investidor, ou seja, produtor, e financiador dos projetos. A partir da crise da dívida externa mexicana, a qual abriu caminho para o avanço da agenda liberal com foco inicial no processo de privatização das empresas estatais de diferentes setores, como energia e telecomunicações, o Estado passou a focar sua atuação no papel de regulador, com a tentativa de atrair a iniciativa privada para os novos investimentos necessários à expansão dos diferentes segmentos, como foi o caso de siderurgia e telecomunicações, em que obteve sucesso neste processo.

Neste sentido, além de garantir a estabilidade jurídica e o cumprimento dos contratos, a atuação do Estado tornou-se gradativamente fundamental para garantir um marco institucional e um arcabouço regulatório consistentes e seguros, atraindo, assim, investimentos necessários ao desenvolvimento econômico.

Centrando a análise no Setor Elétrico, o processo não obteve êxito pleno e imediato, restringindo-se ao segmento de distribuição, tendo em vista, em grande medida, à complexidade econômica e política do Setor como um todo, da grande necessidade de investimentos e do interesse maior dos agentes privados pela compra de ativos existentes do que pela expansão da capacidade instalada em geração e transmissão. O resultado destes fatores dinâmicos foi a crise do racionamento de 2001, motivada principalmente pela perda da capacidade de planejamento do Estado sobre o Setor Elétrico.

Como resultante, foi estabelecido um novo modelo em 2003-2004, fundamentado no tripé planejamento, leilão e contratos de longo prazo, com o objetivo central e estratégico de expandir a capacidade de geração e a transmissão, sustando o processo de privatização integral, permitindo que às empresas públicas- federais e estaduais – participação do novo processo, mas em posição minoritária, indicando assim, um cenário futuro de perda de participação das estatais, como de fato ocorreu a partir de 2017.

A dinâmica do novo modelo teve como principal instrumento os leilões. A partir de estudos formuladas pelo planejamento da EPE e ONS, com o objetivo de estimar a expansão demanda de energia elétrica e a necessidade de geração e de transmissão, os leilões são realizados anualmente e os vencedores assinam contratos bilaterais de longo prazo que servem como garantia para obtenção de empréstimos e viabilização do empreendimento.

O estabelecimento destes contratos de longo prazo se tornou fundamental para a outra atuação do Estado, como financiador de projetos de infraestrutura, através dos bancos públicos, com destaque para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Desde 2002, o banco foi responsável por grande parte do financiamento do Setor Elétrico, por meio do instrumento conhecido como *Project Finance*, em que o fluxo de caixa do próprio projeto, vencedor do leilão, é utilizado como garantia e fonte para pagamento do financiamento. Desta forma, valendo-se dos contratos de longo prazo e de garantias adicionais, os investidores captavam recursos no BNDES a taxas inferiores àquelas praticadas no mercado, visto que o banco utilizava a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) como o principal componente do custo de financiamento.

A combinação de um modelo regulatório consistente com os mecanismos de financiamento de longo prazo mostrou-se extremamente bem-sucedida sob a ótica da expansão da capacidade instalada do Setor Elétrico, a qual atingiu a marca de 161.552 MW em dezembro de 2018<sup>5</sup>. Contudo, é importante observar que o financiamento estatal nem sempre é suficiente para suprir todos os recursos necessários para a expansão da infraestrutura imprescindível ao desenvolvimento do país, especialmente em um contexto de restrições fiscais por parte Estado, como o observado no país, nos últimos anos.

Diante do panorama de crise fiscal e estrangulamento orçamentário, observado nos últimos anos no caso brasileiro, o Governo busca atrair o capital privado

---

<sup>5</sup> Dados obtidos em: <http://ons.org.br/paginas/sobre-o-sin/o-sistema-em-numeros>.

para o financiamento da infraestrutura. Este fato pode ser confirmado pelo fim do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) e dos repasses de recursos do Tesouro Nacional ao BNDES, os quais alcançaram R\$ 400 bilhões entre os anos de 2009 e 2014. Na prática, estes repasses funcionavam como subsídios, visto que a captação do Tesouro ocorria a taxas de mercado, enquanto o financiamento do BNDES era concedido a TJLP, em valor menor.

Outra medida de estímulo à participação do capital privado foi a mudança na política de juros do BNDES, iniciada em janeiro de 2018, com a substituição da TJLP pela Taxa de Longo Prazo (TLP). Enquanto a TJLP era calculada trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) considerando a meta de inflação e um prêmio de risco, a TLP é definida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e pela remuneração da Nota do Tesouro Nacional série B (NTN-B) de cinco anos. Ou seja, esta medida aproxima, e eventualmente supera, as taxas de juros do BNDES das taxas praticadas no mercado, com o resultado geral impondo um encarecimento do custo do financiamento dos projetos. Deve-se destacar, também, o movimento de queda da SELIC, que alcançou o patamar de 14,25% a.a., em 2015, e atualmente no patamar de 6,5% a.a., torna atrativas as fontes de financiamento alternativas.

Os resultados das mudanças realizadas podem ser observados através de uma análise do volume de desembolsos do BNDES nos últimos anos. Dados recentes divulgados pelo banco mostram que o nível de desembolsos, em 2018, corresponde a R\$ 69,3 bilhões, menor patamar desde 1999. O atual contexto macroeconômico, as recentes mudanças na política de juros do BNDES e, ainda, a redução do volume dos desembolsos trazem à tona uma reflexão acerca do novo modelo de financiamento do Setor Elétrico Brasileiro.

Em termos de oportunidade no Setor Elétrico nos próximos anos, é válido destacar e realçar o planejamento indicativo realizado pela Empresa de Pesquisa Energética (EPE), expresso no Plano Decenal de Expansão (PDE) 2027. De acordo com o documento, o segmento de geração deve requerer investimentos na ordem de R\$ 156 bilhões, entre os anos de 2022 e 2027, para

atender a demanda nos ambientes regulado e livre<sup>6</sup>. Já para o segmento de transmissão, o plano estima investimentos na ordem de R\$ 108 bilhões, sendo R\$ 73 bilhões para novas linhas de transmissão e R\$ 35 bilhões para novas subestações.

Contudo, como analisado, o bem-sucedido modelo de financiamento do Setor Elétrico Brasileiro, apoiado principalmente nos aportes de capital do BNDES, está sendo revisto e reduzido frente à mudança ocorrida na política de financiamento e ao cenário macroeconômico. Neste sentido, o papel de protagonista ativo do BNDES no financiamento de empreendimentos de geração e transmissão está sendo modificado, abrindo espaço para o financiamento de novos projetos via outras fontes de recursos, com destaque para as debêntures incentivadas. Esta tendência é reforçada, ainda, pela agenda do novo governo, que defende mecanismos de financiamento para segmentos de infraestrutura fortemente apoiados no capital privado, cabendo ao BNDES posição mais qualitativa nos empréstimos.

Deve-se destacar que estes novos instrumentos devem ser analisados com parcimônia, tendo em vista as condições diferenciadas de financiabilidade de projetos de infraestrutura, como, por exemplo, a presença de projetos de grande porte e longo prazo de maturação, e, ainda, o nível de desenvolvimento relativamente baixo do mercado de capitais no país. Contudo, a robustez do modelo do Setor Elétrico Brasileiro e as suas consistentes perspectivas de crescimento ao longo dos próximos anos, indicadas pela EPE, fazem com que o Setor tenda a apresentar condições bastante atrativas para o capital privado, em relação aos outros setores de infraestrutura. Desta forma, estão garantidas as bases para a sustentação dos recursos necessários para a expansão da capacidade instalada em um novo modelo de articulação pública-privada fundamentando as bases para o equilíbrio entre a demanda e oferta do Setor de Energia Elétrica.

---

<sup>6</sup> De acordo com o PDE 2027, nesta estimativa não foram contemplados os investimentos associados à parcela já contratada vinculada aos leilões realizados até dezembro de 2018.