

Solvência e liquidez das distribuidoras: preservando o patrimônio do setor elétrico brasileiro

BOTELHO, Ricardo; MADUREIRA, Marcos. "Solvência e liquidez das distribuidoras: preservando o patrimônio do setor elétrico brasileiro". O Estado de São Paulo. São Paulo, 13 de junho de 2020.

A geração operacional de caixa das empresas de distribuição teve uma redução drástica nos últimos 90 dias, com cerca de 11% de retração média da demanda, aumento de 7% da inadimplência em relação ao ano anterior, e a manutenção de compromissos rígidos junto a geradores e transmissores de energia, encargos setoriais e impostos. Anualmente, as distribuidoras arrecadam cerca de R\$ 250 bilhões e destinam 82% aos demais agentes do setor, encargos e tributos. Apenas 18% são destinados aos seus custos próprios, incluindo investimentos e pagamento de dívidas.

O governo antecipou recursos de fundos setoriais que serão devolvidos aos consumidores, ampliou o benefício de isenção para os clientes baixa renda e diferiu reajustes tarifários. Foram medidas acertadas e necessárias neste contexto de crise, em que todos estão sendo afetados.

As distribuidoras tiveram que se valer, adicionalmente, de novas dívidas de alto custo e curto prazo, além de caixa próprio para evitar a deflagração de uma inadimplência setorial, e mantiveram os serviços aos seus clientes.

Segundo a agência de rating Moody's, a perda de receita do setor elétrico está estimada em R\$ 16 bilhões no 2º trimestre deste ano comparado ao período pré-pandemia. Para solucionar esta perda de liquidez está sendo criada a Conta Covid, por meio da qual os ativos regulatórios existentes nas tarifas, correspondentes a direitos de reajustes já constituídos ou em formação, são antecipados permanecendo estas obrigações com os clientes. Importante destacar que a Conta Covid não traz benefícios ao EBTIDA das distribuidoras, e também não onera os seus balanços, apenas preserva os demais elos da cadeia (geração, transmissão, encargos e tributos) evitando uma inadimplência generalizada.

Esta medida, se implementada de forma suficiente, resolverá o problema de liquidez para período ao qual foi desenhada. Segundo premissas utilizadas pela Aneel para o dimensionamento do volume do empréstimo, expressas na abertura da CP 35, a demanda deve retornar aos níveis anteriores à pandemia em dezembro de 2020. Uma premissa bem otimista na opinião da maioria dos analistas do setor.

Outro aspecto crucial para uma solução que atenda a todos os segmentos, é que ela deveria evitar a insolvência das distribuidoras, que, como setor regulado, este direito está assegurado em seus contratos de concessão. A insolvência vem pelo não atendimento ao reequilíbrio econômico contratual implementado a tempo, com graves consequências sistêmicas. Neste ponto, as discussões ainda se arrastam e a

expectativa é de que possam ser equacionados pela publicação da Resolução da Aneel que irá regulamentar o decreto 10.350.

A solvência de qualquer empresa é o atendimento pleno dos passivos com os ativos que a companhia detém. Os tomadores de empréstimos de longo prazo estabelecem e acompanham os indicadores desta solvência. São os chamados covenants nos instrumentos de dívidas das companhias, que buscam assegurar que essas empresas não se alavanquem demasiadamente, colocando em risco credores existentes. A violação de covenants faz com que a dívida tenha vencimento antecipado, ou pagamento de custos elevados para sua renegociação.

A queda de mercado produz um efeito imediato de queda de receita, já que as tarifas foram fixadas antes da pandemia. Como os compromissos de compra de energia e demais obrigações são fixos, independem de quanto foi faturado, o spread, que é a receita líquida menos estes custos não controláveis, são também reduzidos.

O EBITDA das distribuidoras é o resultado do spread menos as despesas controláveis, que incluem as provisões e contingências. Pelo efeito da redução no spread e do aumento das provisões, o EBITDA das empresas poderá ser reduzido neste 2º trimestre entre 16% e 39%, em função do percentual de aumento de receitas irrecuperáveis a ser provisionado, segundo as projeções realizadas pela Abradee com base nos dados até maio.

Entre as provisões que deverão ser efetuadas pelas distribuidoras nos seus balanços, a mais afetada pela pandemia trata das receitas irrecuperáveis ocasionadas especialmente, pela inadimplência.

A razão da Dívida Líquida pelo EBITDA dos últimos 12 meses é o indicador usado na medição de covenants e para eles há limites definidos nos contratos de financiamento, variando de 2,5 a 4,25 vezes. Em média, as empresas do setor encontravam-se em 2,6 vezes neste indicador no 1º trimestre, segundo a Moody's.

Uma queda de entre 16% e 39%, no EBITDA, provocada pelo desequilíbrio do contrato de concessão, faz com que a relação, no exercício acima, possa variar adicionalmente 1,4 a 1,9 vezes. Ou seja, as empresas que estavam equilibradas e dentro de faixa saudável de seus covenants, rapidamente consumirão sua folga e romperão seus limites, gerando uma consequência desastrosa de rebaixamento de suas notas de crédito e até vencimentos antecipado de dívidas. O setor elétrico representa 74% do mercado de debentures incentivadas do país com expressiva pulverização do crédito no mercado de capitais. Uma renegociação com milhares de credores e debenturistas, além de ser inviável pela dificuldade de formação de quóruns, geraria, da mesma forma que a falta de liquidez, um colapso sistêmico.

A situação vem provocando grande desconforto e restrição às distribuidoras para adesão plena à solução da Conta Covid, por não atenderem plenamente a liquidez e a solvência. O que as distribuidoras estão requisitando, junto à Aneel, não é aumento de tarifa neste momento, que impactará os consumidores de forma inadequada, mas que lhes sejam asseguradas neste 2º trimestre o reconhecimento da recomposição de seu equilíbrio econômico, em critérios que a Aneel em breve deverá fixar, e mediante análise de cada caso devidamente comprovado pelas companhias, com base exclusivamente nos efeitos da pandemia.

O patrimônio de credibilidade junto aos financiadores e investidores no setor elétrico foi construído durante muitos anos, permitindo atrair investimentos nacionais e internacionais recordes para sustentar o desenvolvimento do país. Mesmo que desta vez seja muito diferente de tudo que o setor já passou, podemos encontrar soluções que equilibrem todos os segmentos. O tempo exige isso de todos responsáveis pelas políticas públicas do setor.

Ricardo Botelho e Marcos Madureira são, respectivamente, membro do Conselho e presidente da Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica (Abradee)