

# Riscos da fragilidade financeira do setor elétrico<sup>1</sup>

Ernani Torres<sup>2</sup>  
Luiz Macayba<sup>3</sup>

O **Valor** de 14-5 estampou, em sua página de rosto, que o “Risco de inadimplência de comercializadoras pressiona por regras mais rígidas para o setor”. Este alerta resultava do fato de a insolvência de um número crescente de comercializadoras de energia ter “acendido um alerta vermelho no setor”.

Vários especialistas ouvidos na matéria reconheceram que o segmento não dispõe de salvaguardas mínimas que mitiguem o risco de que uma contraparte deixe de honrar suas obrigações. O texto informava ainda que a quebra recente de uma comercializadora teria provocado dívidas estimadas de R\$ 1,1 bilhão. Entre os “perdedores” estariam empresas de grande porte que, supostamente, teriam condições de adotar mecanismos avançados de gerenciamento de riscos.

O problema da extrema fragilidade financeira do mercado livre do setor elétrico não é novo. No início de 2019, a quebra de outra comercializadora deixou um prejuízo estimado em R\$ 200 milhões. Neste episódio, a instituição havia vendido um volume elevado de contratos apostando que o preço da energia elétrica iria cair no momento da entrega, o que não veio a ocorrer. Como sempre, a comercializadora inadimplente havia operado muito alavancada e não dispunha de patrimônio líquido para cobrir suas obrigações. A crise atual é idêntica à de 2019. Esse comportamento muito arriscado tem se repetido em grande medida pela falta de penalização adequada para esse tipo de especulador irresponsável.

Basta ver que, até hoje, as operações de compra e venda de energia são realizadas em um mercado de balcão não organizado. As transações são fechadas sem que haja a “supervisão” de uma instituição centralizadora que seja responsável por fixar as condições financeiras e operacionais mínimas a serem observadas pelos participantes. Ademais, não há regras rígidas que estabeleçam limites de alavancagem e de diversificação de contrapartes, exigências de governança e de transparência, esquemas de contingência operacional. Diante dessa ausência, qualquer comercializadora pode, independentemente do seu capital e balanço, negociar um volume ilimitado de energia. Sua única restrição é a avaliação do seu risco pela sua contraparte.

Os contratos são liquidados bilateralmente, sem a intervenção de uma central depositária. Os agentes fixam os limites de crédito de suas contrapartes e estipulam níveis de garantias a partir de informações contábeis nem sempre atualizadas. Muitos

---

<sup>1</sup> Artigo publicado em Valor Econômico. Disponível em:

<https://valor.globo.com/opiniao/coluna/riscos-da-fragilidade-financeira-do-setor-eletrico.ghtml>

Acessado em 04.06.2025

<sup>2</sup> Professor de Economia da UFRJ e membro do Observatório do Sistema Financeiro (OSF).

<sup>3</sup> Doutorando do IE/UFRJ e pesquisador do OSF.

banalizam os riscos desse procedimento justificando que “eu sei com quem estou operando”.

Na verdade, não sabem. Até porque as informações que usam para estabelecer os limites de crédito bilaterais são incompletas. A exposição líquida total de um agente corresponde, por definição, ao somatório das exposições bilaterais com cada contraparte, e essa informação não está disponível para ninguém fora da empresa. Com isso, posições demasiadamente alavancadas só são conhecidas tarde demais, quando a insolvência já se efetivou. Quando essas perdas superam as disponibilidades líquidas dessa comercializadora, o restante do mercado é chamado a honrar o prejuízo num processo perverso de alocação de risco.

Nem a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE) - responsável pela apuração e liquidação das diferenças entre os contratos de compra e venda e os volumes efetivamente produzidos e consumidos - conhece a exposição de cada agente. Isto porque eles não são obrigados a registrar seus contratos em ambientes centralizados no exato momento em que as transações são realizadas.

Os ajustes que são apurados a cada mês pela CCEE, no chamado Mercado de Curto Prazo (MCP), representam apenas a contabilização das diferenças dos contratos de energia que foram liquidados bilateralmente no mês anterior. A rigor, o MCP não é sequer um mercado já que não há transações entre seus participantes. Na prática, a câmara apura essas diferenças e transfere recursos dos participantes deficitários para superavitários.

As garantias que a câmara exige são, na verdade, pré-pagamentos que, caso um participante não deposite, a CCEE não tem a obrigação de cobrir, já que não atua como contraparte central das transações cursadas no mercado de energia. Assim, imagine-se a situação em que uma comercializadora não disponha dos recursos financeiros necessários para adquirir os contratos de compra de energia que cubram as vendas que realizou a um consumidor livre. Essa inadimplência vai obrigar seu cliente a adquirir novamente a energia que consumiu, mas que não foi “entregue”.

Até a metade dos anos 90, o mercado financeiro brasileiro vivia uma situação similar. Desde então, a reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro e a adesão do país aos princípios regulatórios do Acordo de Basileia alteraram profundamente esta realidade. Hoje, as posições assumidas pelos investidores nos mercados financeiros estão integralmente registradas em ambientes homologados pelos reguladores. Suas transações estão sujeitas a esquemas de liquidação rigorosos que incluem várias camadas de garantias.

A experiência do sistema financeiro permite afirmar que o setor elétrico poderia se beneficiar muito da experiência acumulada pelos reguladores bancários e do mercado de capitais e “importar”, de forma gradual e com as devidas adaptações, algumas dessas iniciativas. A Aneel e a CCEE já deram os primeiros passos nesta direção com o Monitoramento Prudencial. No estágio atual, a iniciativa prevê que as comercializadoras apurem e repassem semanalmente à CCEE a informação de suas exposições líquidas para o mês corrente e para os seis meses seguintes, considerando diferentes trajetórias de preços futuros de energia (curva forward). De posse dessas informações e de outros indicadores operacionais, a câmara pode limitar a operação de qualquer um de seus participantes - a chamada operação assistida - e no limite desligá-lo.

A nosso ver, a iniciativa do monitoramento é muito bem-vinda, mas precisa ser acompanhada por novos avanços. O passo prioritário seria introduzir a obrigatoriedade de registro dos contratos no exato momento que são fechados em ambientes previamente homologados pelos reguladores. Esse passo deveria em simultâneo ser acompanhado pela definição de regras rígidas de entrada e de saída do mercado.