



## 4UM MARLIM DIVIDENDOS FIA

No mês de maio de 2021, o 4UM Marlim Dividendos FIA apresentou rentabilidade de +4,9%, e, no ano, acumula 6,5%. Para fins de comparação, o Índice Bovespa apresentou variação de +6,2% no mês, e acumula alta de +6,1% no ano.

O último mês foi marcado pela crescente preocupação com a situação das chuvas no Brasil, em especial pelo alerta de emergência hídrica feito pelo governo federal nas últimas semanas. Dedicamos esta carta para analisar o tema e seus possíveis impactos em nosso portfólio.

A atual seca nos principais submercados do país se deve ao complexo fenômeno climático conhecido como La Niña que, dentre outras características, tende a causar secas na região sul da América Latina, incluindo parte do Brasil. A presença do fenômeno já era sabida desde o ano passado e não deveria trazer surpresa aos agentes do setor.

Uma das principais consequências da ausência de chuvas é a diminuição dos níveis dos reservatórios das usinas hidrelétricas, que são as principais fontes de geração de energia elétrica do país.

Esse tema não é uma novidade. No início do século, em especial em 2001 e 2014, a crise hídrica chegou a causar inúmeros apagões e obrigou o governo da época a instituir um regime de racionamento de energia. Parte desse problema foi explicado pela enorme dependência que o sistema elétrico nacional tinha da geração hídrica em 2001, quando ela representava cerca de 83% da capacidade instalada total do país (contra 65% atualmente). A grande dependência

na fonte hídrica acabou tornando o país muito suscetível ao regime de chuvas, trazendo incertezas quanto ao fornecimento de energia nos anos em que se observavam distúrbios climáticos. Vale ressaltar também que em 2001 o Brasil era muito menos conectado através de linhas de transmissão, o que acabava dificultando a transferência de energia entre diferentes regiões do país.

Em 2014 vimos novamente uma crise hídrica causar grande preocupação no sistema elétrico nacional. Nesse caso, porém, a matriz energética já tinha uma maior diversificação de fontes energéticas e acabamos não observando uma crise generalizada de apagões ou racionamentos de energia. No entanto, a crise da época acabou causando um aumento tarifário substancial por conta do acionamento de usinas termelétricas mais caras e, em conjunto com os efeitos da desastrosa MP 579/12, quase causou uma crise financeira sistêmica entre os agentes do setor.

Atualmente observamos algumas semelhanças com o visto nas crises passadas. No entanto, não acreditamos que deva haver racionamento de energia como o visto em 2001. Como mencionado acima, hoje nossa dependência da fonte hídrica é substancialmente menor do que no passado e nossa rede de transmissão também é muito mais desenvolvida, tornando mais fácil a transferência de energia entre os diferentes submercados. Além disso, a capacidade instalada de fontes térmicas continua superior à necessidade atual, dando uma certa



margem de manobra para evitar o déficit energético.

Assim como em 2014, o ONS (Operador Nacional do Sistema) já está há alguns meses despachando usinas térmicas fora da ordem de mérito, o que significa agir contra os modelos matemáticos utilizados para gerir o sistema e despachar usinas com o custo de operação mais caro do que os preços de energia atuais, tendo como finalidade preservar os níveis dos reservatórios das hidrelétricas.

Um dos principais impactos do despacho fora da ordem de mérito é a incidência de um encargo tarifário chamado de ESS (Encargos de Serviço do Sistema), em que é cobrado de todos os agentes do setor a diferença entre o custo de geração dessas usinas mais caras e o preço de mercado atual da energia.

A cobrança de ESS deve impactar principalmente as distribuidoras de energia e os consumidores livres. Para as distribuidoras, o encargo é totalmente repassado aos consumidores no reajuste tarifário seguinte, o que torna o impacto direto quase nulo para as empresas. Nesse segmento, possuímos participações nas empresas Coelba, CPFL Energia, Copel e EDP Brasil.

Alguns efeitos indiretos da cobrança do ESS podem, porém, trazer também consequências negativas para as companhias de distribuição. Por exemplo, o custo do encargo é pago pelas próprias companhias até a data do reajuste tarifário, o que pode trazer algum problema para o capital de giro das empresas nesse período. Além disso, existe uma correlação significativa entre o valor financeiro da tarifa e a inadimplência, o que pode também

diminuir a recuperabilidade de receitas das empresas. Por fim, o país já enfrentou no último ano aumentos significativos nas tarifas de energia por conta de motivos diversos (conforme explicamos na [carta de fevereiro/21](#)). Apesar de existirem regras contratuais que garantem esses reajustes às distribuidoras, entendemos que cada vez mais podem existir pressões políticas para que tais reajustes não sejam aplicados de maneira integral, ainda mais quando levamos em conta que em 2022 teremos eleições presidenciais, evento que pode trazer à tona a alta das tarifas de energia e politizar o tema.

Outro impacto que o despacho fora da ordem de mérito pode trazer é para os geradores hídricos. Quando o operador do sistema (ONS) decide não despachar as hidrelétricas, observa-se um aumento do GSF (Generation Scaling Factor), uma medida de risco hidrológico que, em suma, representa a diferença entre o total de energia vendida pelas hidrelétricas e o total de energia gerada por elas. Essa diferença precisa ser arcada pelos geradores hídricos, que não tem controle sobre o quanto de energia estão gerando no dia a dia e precisam aceitar a forma como o operador despacha suas usinas. Dessa forma, as hidrelétricas acabam ficando expostas involuntariamente a esse risco hidrológico, podendo apenas aplicar algumas estratégias de hedge para diminuir o tamanho do impacto em seus resultados. Nesse caso, dentre as geradoras do nosso portfólio, esperamos impactos negativos para AES Brasil e CESP, duas empresas com portfólio de geração concentrado em fontes hídricas e com venda de energia no mercado livre de forma predominante.

Quanto ao segmento de transmissão de energia, acreditamos que ele deva



atravessar essa crise sem maiores preocupações, tendo em vista seu modelo de contratação por disponibilidade, tornando esses ativos os mais resilientes dentro do nosso portfólio do setor elétrico, aqui representados por Taesa, ISA CTEEP e, em partes, pela Eletrobras. Essas empresas também devem continuar sendo as principais pagadoras de dividendos dentro do nosso portfólio.

Por fim, o setor de saneamento também deve continuar sendo penalizado por conta de fatores hídricos, tendo em vista que as companhias utilizam seus reservatórios para fornecer água às cidades atendidas. Especificamente no caso de Sanepar, os efeitos da crise hídrica de 2020 devem continuar sendo observados durante 2021 e a companhia deve seguir realizando rodízios no fornecimento de água na sua região. No caso de Copasa, porém, a companhia já vem preparada desde a crise ocorrida em 2014, tendo aumentado a flexibilização do seu sistema de reservatórios, além de sua população ter diminuído o consumo de água per capita. Dessa forma, dentre nossas empresas de saneamento, acreditamos que apenas a Sanepar deva continuar sendo impactada de forma relevante pela atual crise.



Para informações:

(41) 3351 9966

[contato@4um.com.br](mailto:contato@4um.com.br)

[www.4UM.com.br](http://www.4UM.com.br)

Rua Visconde do Rio Branco, 1488 – 4º andar  
Curitiba | PR

Ouvidoria-Reclamações: 0800 645 6094

Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais, o regulamento e o material técnico denominado como “Informativo Mensal” antes de investir, os quais podem ser obtidos em [www.4um.com.br](http://www.4um.com.br). Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

