

Eletrobras vale mais se privatizada inteira, e não em pedaços

EDITORIAL: "Eletrobras vale mais se privatizada inteira, e não em pedaços". Valor Econômico. Rio de Janeiro e São Paulo, 22 de março de 2019.

A privatização da Eletrobras por meio da venda separada de cada uma de suas subsidiárias, um dos formatos em estudo pelo governo, resultaria em perda de valor para a companhia superior ao ganho que seria possível obter com a chamada "descotização", da ordem de R\$ 12 bilhões, segundo cálculos de investidores ouvidos pelo Valor.

O governo ainda estuda qual o formato ideal para privatizar a Eletrobras. Enquanto o mercado prefere a modelagem estruturada pelo governo passado, na qual a holding seria capitalizada na bolsa e a União teria o controle diluído, há técnicos do governo que defendem a venda da estatal "em pedaços", sob o argumento de que isso evitaria a concentração de uma empresa grande nas mãos de poucos investidores. As subsidiárias podem ser capitalizadas na bolsa, ou vendidas para novos controladores.

Para investidores e analistas, contudo, a venda das subsidiárias levantaria menos recursos para a União — a estatal valeria menos nesse cenário — e a concentração do mercado não seria descartada, uma vez que nada impede um movimento de fusão desses ativos num futuro próximo.

A companhia ganha competitividade ao se manter inteira. Ao menos é o que dizem os números. Depois de dois anos e meio à frente da empresa, o presidente da Eletrobras, Wilson Ferreira Junior, conseguiu finalmente concluir a implementação em toda a companhia do centro de serviços compartilhados e do SAP, o que confere uma economia anual da ordem de R\$ 800 milhões, pelo ganho de eficiência e redução de funções redundantes. Isso só é possível porque a Eletrobras é uma empresa grande e integrada, com sinergias e ganhos de competitividade por causa disso.

O custo de capital da estatal também seria muito mais alto caso ela fosse desmembrada em várias empresas menores. O custo de capital de grandes atores internacionais como Engie, Enel e Iberdrola já é muito mais baixo que o da Eletrobras, explicou um investidor. Na hora de negociar a compra de uma turbina, o poder de barganha sobre o preço é logicamente da Engie, e não da Eletrobras. Para ele, a "quebra" da companhia em várias menores vai piorar essa situação. A companhia só conseguirá competir com outras médias.

Capitalização

Outra alternativa mencionada pelo governo recentemente seria capitalizar (e não vender) cada uma das subsidiárias. Segundo uma fonte ligada à estatal, o cenário enfrentaria ainda mais resistência, política e da própria empresa.

Para que o processo de capitalização seja bem-sucedido, seria preciso apresentar uma “motivação consistente”. Para a fonte, no caso de capitalização da holding, esse motivo é a perspectiva de redução do custo de energia para o consumidor. Isso seria obtido com a chamada descotização, que é o fim dos contratos de geração de energia no regime criado pela ex-presidente Dilma Rousseff para baratear a tarifa em 2012. Essa energia repassa aos consumidores o custo integral do risco hidrológico (medido pelo fator GSF, na sigla em inglês), que chegou a somar R\$ 15 bilhões nos últimos anos.

Ao mesmo tempo, essa descotização favorece a Eletrobras, que poderia vender energia no mercado livre a um preço maior que o fixado para as cotas, ou em leilões. Nem todas as subsidiárias da estatal, contudo, têm energia no regime de cotas. A Eletrosul, por exemplo, não tem ativos para descotização. A Eletronorte só terá daqui a três anos, disse a fonte da estatal.

Com isso, não haveria vantagem para as empresas na transação, e também não haveria valor a ser destravado para valorizar as ações na bolsa. Isso sem falar em todo o custo operacional de se emitir ações de todas as subsidiárias da estatal.

O plano elaborado pelo governo de Michel Temer é visto por grande parte do mercado como ideal para venda do controle da companhia. O projeto de lei que chegou a ser enviado ao Congresso prevê uma “ação de classe especial” para a União, garantindo funções estratégicas da companhia. Além disso, haveria um limite de poder de voto a 10% do capital da companhia, a fim de se evitar que um sócio privado compre a maior parte das ações e passe a exercer controle. A ideia é transformar a estatal em uma companhia com capital diluído na bolsa e recursos para investir e crescer.

Segundo as fontes ouvidas pela reportagem, é natural que o novo governo volte a estudar todas as alternativas sobre a mesa e proponha mudanças, até mesmo para ter a “autoria” do projeto e poder defendê-lo com mais propriedade no Congresso quando o projeto de lei necessário começar a tramitar.

O ministro de Minas e Energia (MME), Bento Albuquerque, tem declarado que a ideia é que o modelo de privatização da companhia esteja pronto até o início de junho. Essa é a meta do governo.

Itaipu

Até o momento, há poucas decisões tomadas nesse sentido. Uma delas é que a estatal será, de fato, privatizada. O momento, é claro, depende do Congresso. Outra decisão é que não haverá mudança na Constituição que faça com que as participações em Itaipu e na Eletronuclear possam ser privatizadas (há travas hoje que impedem que a União perca o controle dos dois ativos). Ambas continuarão com controle estatal.

Ainda não se sabe como isso será feito. Inicialmente, a ideia seria fazer a cisão de Itaipu e Eletronuclear, que passariam a compor uma nova empresa a ser criada, totalmente estatal.

Outra hipótese seria usar a Eletropar, subsidiária da Eletrobras que é herança da Light, já listada em bolsa, embora tenha liquidez mínima. Os defensores dessa estratégia alegam que seria possível a Eletrobras transferir para debaixo da Eletropar suas principais subsidiárias, como Furnas, Eletronorte, Chesf e Eletrosul. Seria feita, em seguida, uma capitalização da Eletropar, que passaria a ser privada. A Eletrobras holding continuaria existindo com os ativos de energia nuclear e Itaipu.