

## A Eletrobras e os custos de transação<sup>1</sup>

Edvaldo Santana<sup>2</sup>

Até bem pouco tempo, quando ia ao Rio de Janeiro e a São Paulo, alojava mais dinheiro que o necessário para o táxi. Para uma corrida estimada em R\$ 50, eu, mentalmente, reservava R\$ 70. Se o valor efetivo fosse R\$ 60, sendo ou não enganado pelo condutor, me considerava vencedor. Esse valor adicional, no exemplo, R\$ 20, é o custo implícito do oportunismo, ou o que se paga, mentalmente ou não, para não se sentir enganado.

Tenho uma confissão e uma afirmação. A confissão é que, passado tanto tempo, ainda somos ignorantes para entender as condições políticas que determinam os rumos do setor elétrico brasileiro (SEB). E afirmo que ainda levaremos anos para entendê-las. Mas, enquanto isso, elevaremos absurdamente os custos de transação, isto é, o custo de proteção contra o oportunismo de terceiros. E isso eleva a tarifa.

O ano de 2023 seria de calma no SEB. A oferta de energia cresce a taxas três vezes maiores que a da demanda. A matriz elétrica fica cada vez mais renovável, numa ótima contribuição para a reduzir os efeitos das mudanças climáticas. Os reservatórios estão cheios como nunca, o que assegura o suprimento por um longo período. E não falta dinheiro privado para novos investimentos. 90% da expansão da capacidade instalada, de geração, transmissão e distribuição já decorrem de capitais privados.

É, assim, um cenário muito promissor, apesar d'alguma insegurança regulatória e de uma estrutura de rateio de custos e subsídios que eleva muito a tarifa.

Mas uma série de intervenções e decisões nos últimos 30 dias indica um vento de través, ou seja, na direção lateral, que tende a alterar o curso do SEB. A inédita disputa na Light, distribuidora do Rio de Janeiro, pode ter consequências até

---

<sup>1</sup> Artigo publicado no Valor Econômico. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/a-eletoabras-e-os-custos-de-transacao.ghtml>. Acesso em: 11 de mai. de 2023.

<sup>2</sup> Doutor em Engenharia de Produção e ex-diretor da Aneel.

então não previstas pelo regulador. Tal empresa, proibida de pedir recuperação judicial, requereu uma heterodoxa “mediação judicial”, que tem o condão de elevar o risco da concessão, dada a potencial restrição de capitais de dívida. Ficarão mais escassos os recursos de terceiros.

É um caso típico em que a regulação de um setor específico é afetada por relações no mercado de capitais. E, a depender da solução do impasse, a performance dessa e de outras empresas pode ser influenciada. A redução do fluxo de recursos de terceiros contaminará demais concessionárias em situação semelhante. Mas ainda há tempo hábil para soluções eficazes.

O caso mais recente, de 5 de maio, consiste na decisão do governo de contestar no Supremo Tribunal Federal (STF), via Ação de Direta de Inconstitucionalidade (ADI), parte relevante do processo de capitalização da Eletrobras.

Pela Lei 14.182, de 2021, nenhum acionista ou grupo de acionistas pode exercer um valor superior a 10% de controle da empresa ou do seu capital votante. É uma medida saudável, sobretudo em um segmento vulnerável à prática de poder de mercado e onde há restrição de participação para novos entrantes. E isso é praticado em outras empresas, como a Embraer, em que o limite é ainda inferior (5%), e a B3 (7%). São restrições mais do que razoáveis, e benéficas para a sociedade.

Mas não deve ser menosprezada a muito bem concatenada peça do governo encaminhada ao STF. São fortes seus argumentos, até convincentes, só que defasados ou caducos. Um deles é a preservação do capital público da União, como se isso decorresse de um percentual de voto. O que maximiza o capital, público ou privado, é a gestão eficiente da empresa, que agrega valor aos recursos aplicados pelos acionistas.

Outro bom argumento é o da relevância da participação efetiva da União, dado que a “prestação de serviços públicos se caracteriza como ‘dever-poder’ do Estado (...)”. Mas é outra ilusão, que pode ser demonstrada com números deste ano. Mais de 90% da expansão da capacidade instalada, como visto acima, já vem de capitais privados, daqui e de fora, que abriram mão da participação estatal, exceto na coordenação do planejamento - que, para a geração, é indicativo.

O governo, logo nas preliminares da ADI, sustenta que não pretende desfazer a desestatização, embora a questione profundamente. Mas tudo não passa de um sofisma. O eventual sucesso do governo em sua ação desmotivará a participação do dinheiro privado, que teme a diminuição do valor em virtude das ineficientes intervenções estatais. Exemplo: com a Medida Provisória 579, que determinou a redução da tarifa em mais de 20%, a Assembleia Geral da Eletrobras aprovou sua adesão a um “plano” que, notoriamente, a levaria a um desastre financeiro sem precedentes.

São pequenas as chances de sucesso da empreitada, mas a iniciativa do governo, por meio da ADI, provoca estragos imediatos. Aumentarão os riscos regulatórios associados à intervenção em negócios já realizados, o que fará crescer os custos de recursos privados em investimentos de infraestrutura. Além disso, novos processos de capitalização, como o da Copel, no Paraná, podem sofrer retrocesso ou desaceleração de ritmo.

O exemplo do táxi, que mencionei na introdução deste artigo, já não existe. Com chegada dos aplicativos de carona, que têm como premissas básicas a objetividade e a transparência de percurso, o custo implícito do oportunismo e o custo de transação passaram a ser quase nulos. A transparência e, de maneira especial, a objetividade, determinaram esse tremendo benefício para a sociedade.

É o que ainda falta para a compreensão do que chamei, também lá no início, de condições políticas que determinam os rumos do setor elétrico.

O governo, ao intervir no processo de capitalização da Eletrobras, aposta na subjetividade das decisões de tribunais, mesmo do Supremo Tribunal Federal, que (também) dependem da direção dos ventos políticos. Em outras palavras, o governo, com sua ADI, joga com a subjetividade do “check and balances”, princípio que, por aqui, nem sempre é um elemento de redução dos custos de transação.