
Arena Investimentos

Eletrobras

A participação do Estado como proprietário e/ou regulador no setor elétrico em geral atende a três objetivos: assegurar provisão adequada de energia, promover a eficiência do sistema, maximizando os recursos disponíveis, e garantir a sua sustentabilidade ao longo do tempo.

A partir dos anos 90, a necessidade de investimentos em infraestrutura que atendessem à crescente demanda e os orçamentos públicos com restrições fiscais levaram alguns países a implementar um amplo programa de privatizações, em que o setor elétrico teve papel de destaque.

A mudança na propriedade dos ativos encontrou na regulação um instrumento importante para alcançar os objetivos estratégicos desejados pelos governos. Em muitos casos, as falhas de mercado, as assimetrias de informação e a administração adequada de externalidades puderam ser contornadas com a atuação de agências reguladoras que incentivaram a busca por eficiência e robustez dos sistemas de provisão de energia. O desenho de incentivos para as empresas incorporou a proteção dos interesses dos consumidores, na medida em que os agentes do setor em geral operam em mercados caracterizados por monopólios naturais.

No setor elétrico, a participação do Estado pode assumir diferentes modelos de acordo com as características de cada país, não havendo uma solução única do tipo “*one fits all*”. Quanto à propriedade, por exemplo, as privatizações de empresas coexistem com casos onde os governos ainda detêm parcela relevante do capital das companhias

atuantes e, em alguns modelos, exercem o controle daquelas consideradas estratégicas para os interesses nacionais. Mesmo entre países integrantes de blocos econômicos, com importantes acordos de cooperação em várias áreas como na OCDE, são encontradas diferentes abordagens no desenho de incentivos e de suporte ao setor. Enquanto os ingleses, por exemplo, optaram pela privatização de todas as etapas do serviço de geração, transmissão e distribuição de energia, outros países como a Suécia e a Noruega mantêm sob controle do governo os ativos do setor. Em todos os casos a regulação exerce papel importante na manutenção de eficiente ambiente concorrencial, impedindo imperfeições na formação de preços ao mesmo tempo em que garante a segurança do sistema.

No Brasil, também como forma de atrair capital privado diante das restrições no orçamento foram privatizadas várias empresas dentro do **PND** (Programa Nacional de Desestatização). Entre os anos de 1990 e 2015 foram realizadas 99 desestatizações em diversos setores da economia. A receita do programa, incluindo as transferências de dívidas no período, alcançou **US\$63,7 Bilhões**.

A Eletrobras foi incluída pela primeira vez no PND em 25 de março de 1995. Nos últimos 27 anos, a empresa foi retirada e recolocada no programa algumas vezes até sua última inclusão em 8 de abril de 2021, com o Decreto Presidencial 10.670/21, criado pela lei 9.491/1997, para iniciar a estruturação da desestatização via

capitalização.

A partir daí, o processo de privatização da empresa atendeu ao seguinte rito:

- 27 de abril de 2021 – Conselho do Programa de Parcerias de Investimentos (CPPI) emitiu a Resolução CPPI N. 176/2021, definindo as atribuições do BNDES e da Eletrobras no processo de desestatização a companhia;

- 17 de junho de 2021 – Senado aprova com alterações texto que veio da Câmara de Deputados;

- 21 de junho de 2021 – Câmara dos Deputados aprova MP em versão final viabilizando a privatização da Eletrobras;

- 12 de julho de 2021 – Presidente sanciona Lei 14.182 do PLV 7/2021 e da MP 1.031 dando seguimento à privatização da Eletrobras;

- 15 de dezembro de 2021 – Privatização da Eletrobras entra na pauta do TCU;

- 18 de maio de 2022 – TCU aprova modelo de privatização da Eletrobras;

- 27 de maio de 2022 – Eletrobras lança oferta de ações com divulgação do prospecto; e

- 13 de junho de 2022 – Ações da Eletrobras vendidas na capitalização começam a ser negociadas em bolsa, e empresa deixa de ser controlada pela União.

Além de estar em debate há quase três décadas, a privatização da Eletrobras passou, no seu roteiro final de deliberação e implementação, por diversas entidades dos três poderes e do mercado. Contribuíram para o seu aperfeiçoamento as duas casas legislativas, órgãos de controle e regulação (TCU e CVM) e o BNDES, com sua experiência adquirida na modelagem de

outras desestatizações. Em todos esses colegiados o debate produziu e foram incorporadas ao seu modelo final recomendações que protegeram os interesses dos diversos *stakeholders* da companhia.

A limitação de voto que fez parte do modelo de desestatização adotado não é incomum e atende ao objetivo de privatizar o controle da empresa, estabelecendo o percentual máximo de 10% para o poder de voto de cada acionista. A Lei das S.A. contém mecanismos para a limitação do percentual de voto independente de participação, como aprovado no estatuto da Eletrobras. A oferta pública de ações que foi apresentada aos potenciais investidores teve na diluição da participação votante da União uma de suas principais características. E, possivelmente, no seu principal atrativo.

A chancela das instituições envolvidas no processo de privatização da empresa atraiu aproximadamente 370 mil investidores brasileiros, que destinaram perto de **R\$6 bilhões** do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), assumindo os riscos do negócio e “comprando” o potencial retorno decorrente da nova gestão privada. São legítimas as expectativas de que os gestores, agora sob novos incentivos, poderão atuar com maior liberdade em razão das restrições que caracterizam as empresas estatais.

A desestatização da companhia, por iniciativa do executivo e aprovação dos legisladores, representa um novo desenho para o setor, onde os objetivos estratégicos do governo podem prescindir do controle de empresas que operam em mercados maduros.

Agências reguladoras capacitadas e imunes à captura por interesses privados são capazes de liberar o Tesouro dos custos de propriedade dos ativos, destinando recursos escassos a novas áreas relevantes para a produtividade do país.

Apesar de atuar em ambiente regulado a Eletrobras está posicionada para apresentar crescimento robusto nos próximos anos. Os balanços dos últimos trimestres ainda estão poluídos por eventos não recorrentes que desconsideramos por avaliar a empresa e seu retorno com o horizonte de tempo medido em anos.

Recentemente as projeções de receitas da companhia foram revisadas para baixo por conta de uma hidrologia generosa que reduziu os preços de energia para perto dos níveis mais baixos dos últimos anos.

O mercado ainda incorporou aos preços o “*overhang*” decorrente da ADI (Ação Direta de Inconstitucionalidade). O debate sobre o direito de voto respeitar a proporcionalidade da participação acionária trouxe alguma incerteza em relação ao controle da companhia e composição do conselho. O questionamento, embora legítimo, aumenta a percepção de insegurança jurídica pela possibilidade de revisão precoce do que foi decidido em passado recente.

No cenário base de nossas avaliações, consideramos os balanços ainda impactados por lançamentos não recorrentes como parte da transição atual da companhia. Esses eventos tiveram pouco efeito sobre nossa visão do valor intrínseco da empresa. A redução nos preços dos ativos de qualidade da Eletrobras nos últimos meses contribuiu para aumentar o potencial de retorno do investimento. Nas cotações atuais, os riscos inerentes à tese da Eletrobras estão adequadamente compensados pela perspectiva de geração de caixa de seus ativos a longo prazo.

A Eletrobras é uma das companhias investidas do fundo **Arena Valor FIA**.

Mauricio Pedrosa

ARENA VALOR FIA – RENTABILIDADE ACUMULADA

