

Contribuição à Consulta Pública 33 do MME – Aprimoramento do Marco Legal do Setor Elétrico

De: Squadra Investimentos

TEMA: Descotização e Privatização

Item 1 – Modelo de Privatização Proposto

De acordo com o texto dessa seção, somos levados a entender que, em caso de privatização, a cobrança de outorga será anual, por toda a duração do contrato – os 30 anos. Sob a ótica do comprador, portanto, a outorga será uma despesa (bastante relevante) anual que se somará às demais despesas para se operar a usina. Concluímos, pelo que está escrito, que o modelo proposto é análogo ao de concessões de aeroportos do governo Dilma, que tanto deu errado.

Se a intenção é realmente essa – a de transformar a outorga em despesas anuais -, vemos alguns problemas que podem gerar ineficiências ao processo. Nesse modelo, o comprador passa a olhar o negócio como um *fee business*. Não há capital investido e a conta a se fazer passa a ser uma só: o preço de venda da energia deve ser maior do que os custos de operação + outorga anual. No limite, qualquer um pode participar do certame. Como o custo operacional de tais ativos é uma *commodity*, com diversas empresas privadas oferecendo esse tipo de serviço de prateleira, provavelmente o investidor mais otimista (ou agressivo, ou “irresponsável”) com relação ao preço de venda futuro será o vencedor.

Em tal modelo, o governo financia 100% do capital investido da usina (a outorga) em benefício do comprador. Atrai-se, dessa forma, aventureiros para a compra de um ativo extremamente arriscado (alavancado) em busca de um pequeno *fee* por 30 anos. O governo continua “sócio” do empreendimento, sob o risco de estar financiando irresponsabilidades. Qualquer diferença para menor dos preços de longo prazo realizados pode ser fatal ao fluxo de caixa do ativo. É o que está acontecendo com muitos aeroportos, que agora pedem reajuste de tarifas.

Além disso, a taxa de desconto perde sua função no certame. Como o “benefício econômico-financeiro” está sendo calculado como uma despesa, e não como um valor presente descontado a uma taxa de desconto T , não existe a possibilidade de arbitragem de taxa de desconto pelo comprador, o que seria benéfico para a disputa. Ora, se o governo usou uma taxa de desconto de, digamos, 10% real, o comprador pode ficar satisfeito com menos e pagar ágios sobre a outorga a valor presente. Mas nesse modelo, se um comprador estima um *fee* de R\$4.00/MWh, ele será mais competitivo do que seu competidor que estimou um *fee* de R\$2.00/MWh seja qual for as respectivas taxas de desconto, tornando o custo de capital uma variável irrelevante.

Para piorar, vemos mais um problema quando o texto passa a permitir que a Eletrobrás inclua, nos ativos a serem privatizados, parte de seus passivos. O comprador estaria competindo, portanto, por um ativo em que ele tem um alto risco, que pode ganhar pouco por ano e que, ainda por cima, será responsável pelo pagamento de indenizações para trazer a estrutura operacional do ativo para níveis eficientes. O leilão ficaria pouco atrativo.

Dito tudo isso, a forma mais eficiente de se leiloar essas usinas é, na nossa visão, o que o governo vem fazendo com os leilões de usinas vencidas – outorga na partida, à vista. Gera-se oportunidade de arbitragem em taxa de desconto – seja por diferentes premissas de custo de capital próprio e/ou de custos de financiamento para o pagamento daquela outorga – e diminui-se o risco no futuro: se o preço de venda da energia se provar menor do que inicialmente

estimado, o comprador auferirá uma rentabilidade menor do que esperado na aquisição, mas fica longe de entrar em *default*. E o governo não se torna “sócio” do empreendimento, algo que, entendemos, nunca foi a intenção da proposta.

Item 2 – Alocação de passivos às usinas a serem privatizadas

O que entendemos do parágrafo 11 da alteração proposta é que existe o objetivo de proteger a empresa que privatiza de ficar eternamente deficitária, quando vende ativos e fica com os custos. Se a interpretação estiver correta, a proposta é excelente. Entretanto, vemos um problema ao interpretar o texto *ipsis litteris*: a alocação de custos para o ativo a ser vendido deve ser proporcional à receita.

Ao preferir pela venda de usinas de cotas, tem-se um problema na alocação dos custos, pois a receita desses empreendimentos é muito menor do que a de outros que compõem as subsidiárias da Eletrobrás. Acaba-se alocando menos do que os custos reais que Furnas, Chesf e afins carregam para operar esses ativos.

Essa divisão de custos, portanto, deveria ser pura e simplesmente baseada na alocação de custos a tais ativos vigente no momento da venda. A alternativa de alocar tais custos baseada na capacidade operacional das usinas também não funciona, dado que o portfólio das subsidiárias inclui também ativos de transmissão.