

EMPRESAS

# Eletrobras na encruzilhada

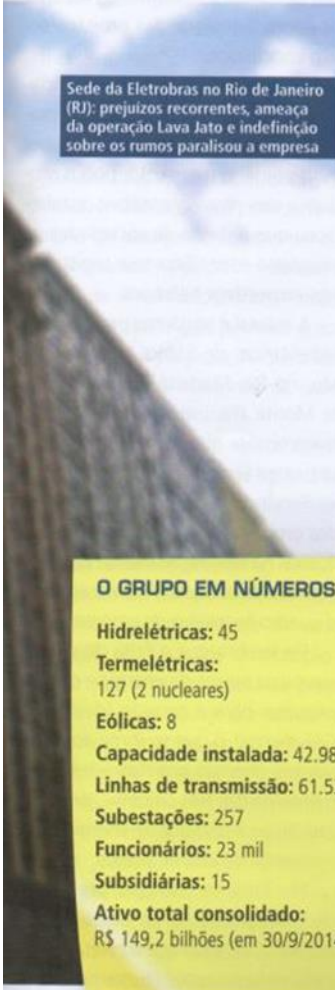
No momento em que o país mais precisa de energia, companhia precisa de uma definição, se continua como um braço do governo ou se volt a operar como uma empresa de capital aberto

FÁBIO COUTO

**A** maior empresa de energia do país, a Eletrobras vive à espera de uma orientação sobre qual caminho seguir desde que aceitou as condições impostas pelo governo para a renovação das concessões de geração e transmissão. No primeiro momento da medida, em 2012, suas subsidiárias aceitaram as regras do jogo e o resultado foi um quadro de paralisia, ainda que involuntária, com a deterioração das condições financeiras da companhia, somada à conjuntura do mercado de capitais e do setor elétrico, problemas que afetam todo o mercado de energia.



Marcelo Almeida/Somafoto



Sede da Eletrobras no Rio de Janeiro (RJ): prejuízos recorrentes, ameaça da operação Lava Jato e indefinição sobre os rumos paralisou a empresa

#### O GRUPO EM NÚMEROS

Hidrelétricas: 45

Termelétricas:  
127 (2 nucleares)

Eólicas: 8

Capacidade instalada: 42.987 MW

Linhas de transmissão: 61.534 km

Subestações: 257

Funcionários: 23 mil

Subsidiárias: 15

Ativo total consolidado:  
R\$ 149,2 bilhões (em 30/9/2014)

Até quase 20 anos atrás, antes do processo de privatizações, a Eletrobras era, na prática, o principal pilar do setor elétrico, como executor das políticas de governo. Com as duas reformulações promovidas pelos governos dos presidentes Fernando Henrique Cardoso (Projeto "Re-Seb") e Luiz Inácio Lula da Silva ("Novo Modelo"), a estatal perdeu duas de suas principais atribuições, respectivamente, a operação e o planejamento energético, com a criação do Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) e da Empresa de Pesquisa Energética (EPE).

Com isso, a estatal vem convivendo com um modelo híbrido de administração, em que ainda opera instrumentos de política energética, como a administração de fundos e programas setoriais, ao mesmo tempo que atua como holding investidora na expansão da oferta.

Ao aceitar as condições de renovação de ativos de geração e transmissão, a Eletrobras ficou entre os dois

papéis – o de executor de políticas e o de empresa de capital aberto.

Um dos impactos imediatos da aceitação das regras de renovação de concessões foi a perda de valor no mercado de capitais. A pedido da reportagem da *Brasil Energia*, a Economist fez um levantamento do valor de mercado da Eletrobras antes e depois da MP 579.

O resultado é que a empresa perdeu 63,35% do valor desde 10 de setembro de 2012 – um dia antes da publicação da MP 579 no *Diário Oficial*. Naquela data, a Eletrobras valia R\$ 19,219 bilhões, enquanto no dia 12 de março do mesmo ano, ponto de corte da avaliação, a empresa valia apenas R\$ 7,044 bilhões.

O número salta mais aos olhos quando se observa que a Cesp, que detém muito menos ativos de geração e tem uma atuação muito menor no setor elétrico, possuía valor de mercado de R\$ 7,008 bilhões. Ou que a Copel – que tem uma participação mais expressiva no mercado de energia, mas ainda assim, com menor atuação, tinha, no mesmo dia 12 de março, o valor de R\$ 7,612 bilhões.

Cabe ressaltar que quase todas as empresas listadas em Bolsa tive-



ram perdas. Energisa, Equatorial e Renova, por outro lado, apresentaram trajetória inversa em pouco mais de dois anos.

### Ponto de interrogação

A dúvida ainda não respondida, nesse caso, é como a empresa conseguirá sair do atoleiro financeiro e operacional diante de um cenário de riscos crescentes de racionamento, elevação de custos da energia e de maior contração da atividade econômica nacional – o que leva à redução da demanda industrial e comercial por energia – enquanto precisa de recursos para sobreviver.

Com o mercado financeiro não dá para contar. Em 2014, o número de aberturas de capital (IPOs, na sigla em inglês) foi irrisório: uma operação. Além disso, o movimento inverso cresceu: houve cinco operações de recompra de ações (OPA, na sigla em inglês).

Mesmo no mercado de dívida privada, o cenário não foi animador: em 2014 foram registradas oito operações que totalizaram R\$ 3,674 bilhões, segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O cenário verificado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) também é de retração. Dados da entidade apontam uma redução da atividade industrial em dezembro, inclusive com uma discreta elevação no número de demissões, em relação ao de admissões.

Além disso, 71,8% das indústrias realizaram algum investimento em 2014, mas apenas 41,4% fizeram aportes de acordo com o planejado.

Inclui-se nesse panorama o baixo nível de armazenamento dos re-



José da Costa Carvalho Neto, presidente da Eletrobras: ajustes são necessários

servatórios (a maior parte das usinas do grupo Eletrobras), a elevada geração térmica, a necessidade de expansão mais consistente da oferta de energia, tanto pela geração quanto pela transmissão.

### Investimentos vultosos

A Eletrobras tem feito investimentos anuais da ordem de R\$ 13 bilhões nos últimos anos, desde que começaram a sair do papel projetos estruturantes, como as usinas do Rio Madeira e a hidrelétrica Belo Monte, bem como suas respectivas interligações com o Sudeste nacional.

A meta de investimentos entre 2014 e 2018 situa-se na casa dos R\$ 60 bilhões por ano, entre investimentos já contratados e ainda a serem realizados. Mas para sustentar esse volume de aportes, a empresa precisa de uma receita que sustente esse plano.

Procurada pela *Brasil Energia*, a empresa não quis se pronunciar sobre o tema.

Um analista de mercado conhecedor das finanças da Eletrobras, entrevistado sob a condição de anonimato, explicou que a estatal tem registrado perda de receita da ordem de R\$ 8,5 bilhões a R\$ 10 bilhões anuais, o que impacta diretamente na capacidade de investimentos. Com isso, a companhia precisa, em primeiro lugar, suspender a realização de novos investimentos até que os aportes em grandes projetos sejam concluídos.

Ele ressaltou que o endividamento da Eletrobras é muito elevado, mas esse dado não é perceptível num primeiro momento, pois a mudança nas regras contábeis estabeleceu que a dívida de sociedades de propósito específico seja registrada nos respectivos balanços.

A estatal é sócia nos projetos das hidrelétricas de Santo Antônio e Jirau, no Rio Madeira (RO), e de Belo Monte (PA), além das linhas de transmissão que conectarão essas usinas ao Sudeste/Centro-Oeste.

Segundo essa fonte, a origem dos problemas da Eletrobras não está apenas na renovação das concessões, mas essa medida sem dúvida agravou o quadro financeiro da empresa.

Ele lembra que a falta de chuvas elevou os preços da energia e causou prejuízos para a geração (devido ao GSF menor), o que se soma aos atrasos em diversos projetos – especialmente os das três usinas –, gerando exposição e compra de energia num momento de alta de preços.

No final de 2012, o presidente da Eletrobras, José da Costa Carvalho Neto, afirmou que a estatal precisaria reduzir custos, aumentar recei-

tas e mudar a estrutura de financiamento para adequar-se e manter os investimentos. "Não há como negar que mais ajustes serão necessários", disse Carvalho Neto em um editorial da revista institucional da empresa.

No "Relatório de Gestão do Exercício de 2013", o mais recente disponível no site da empresa, a estatal afirma que "em 2013 houve forte contingenciamento do orçamento de materiais, serviços e outras despesas".

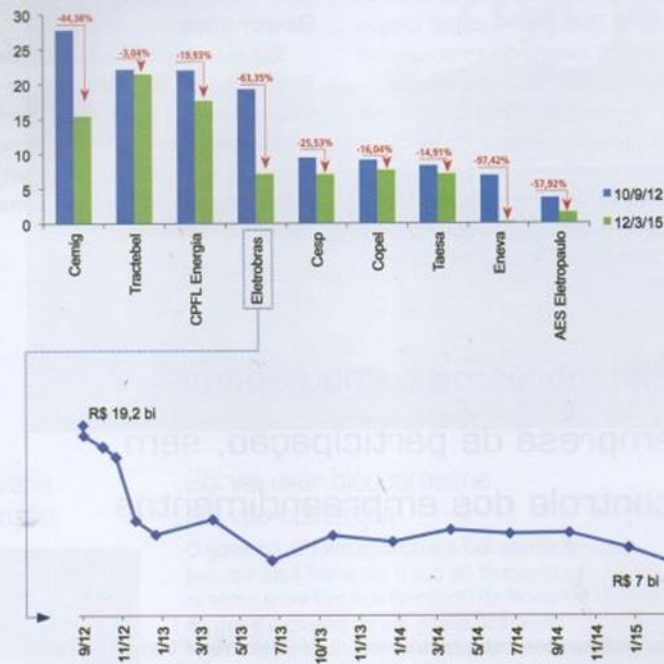
No balanço financeiro de 2013, Carvalho Neto destacou que aquele ano "abriu espaço para o começo de grandes mudanças na Eletrobras, que incluiu a colocação em prática de um plano de desligamento voluntário, o qual resultou na saída incentivada de cerca de 5 mil funcionários – muitos deles em idade que permitia a aposentadoria. A projeção, naquela época, era de uma economia da ordem de R\$ 1,1 bilhão por ano.

No mesmo ano, a estatal contratou a firma de consultoria Roland Berger para traçar um plano de reestruturação da Eletrobras. A firma apresentou algumas propostas, como a realização de um plano de demissão voluntária, a possibilidade de venda das seis empresas de distribuição – ainda uma fonte geradora de prejuízos, embora menos do que em outros anos mais distantes – e até mesmo a possibilidade de uma reorganização total da empresa, com a extinção do atual modelo de subsidiárias (Furnas, Chesf, Eletrosul, etc.) e divisão por áreas de negócios (geração de base, transmissão, renováveis, etc.).

O diretor da Coppe-UFRJ e ex-presidente da Eletrobras, Luiz Pin-

### CADA VEZ MENOS VALOR

*Eletrobras perdeu mais da metade de seu valor de mercado em apenas três anos, se tornando apenas a quarta elétrica mais valiosa da Bolsa, apesar de ter muito mais ativos que as concorrentes*



Fonte: Economática

guelli Rosa, conta que essa idéia era defendida pelo ex-presidente José Antônio Muniz Lopes, atualmente diretor de Transmissão, mas a decisão é meramente organizativa.

Para Pinguelli, há questões mais amplas que poderiam impedir a adoção de um modelo de organização por áreas, uma vez que empresas como a Chesf possuem uma forte tradição no Nordeste. "Empresas vivem de imagem", pontua.

Independentemente da decisão organizativa, o fato é que já eram esperadas mudanças profundas na companhia, que ainda não ocorreram.

Outras fontes a par do tema, também sem poder se identificar, informaram que o plano foi concluído e encaminhado ao governo federal, mas que está fora de discussão por ora.

Pinguelli, da Coppe, destacou que a entrada em vigor da MP 579 certamente influenciou na elaboração do plano estratégico, sobretudo na avaliação dos investimentos a serem feitos.

"A MP 579 deixou a empresa muito mais tímida", disse Pinguelli, lembrando que a decisão pela renovação onerosa resultou numa queda de receita que inibiu novos aportes.



Outro estudo, realizado pelo Santander, analisou estritamente a reestruturação da área de distribuição da Eletrobras. A estatal chegou a cogitar a venda das empresas, mas nada foi realizado nessa direção.

Em março de 2013, o plano de reestruturação chegou a ser levado ao BNDES e apresentado ao então ministro de Minas e Energia, Edison Lobão. Carvalho Neto disse, naquela ocasião,

que demonstra alto nível de alavancagem da companhia.

#### Governança

Segundo Pinguelli, a situação da Eletrobras é resultado direto da decisão do governo de manter a companhia apenas como uma empresa de participações, uma parceira, sem ser propriamente uma controladora nos empreendimentos.

## Eletrobras se tornou apenas empresa de participação, sem controle dos empreendimentos

que o plano apresentava cenários em que a empresa ficava com todas as distribuidoras e outros em que parte delas era vendida. "Estamos oferecendo diversas opções para que o governo escolha", disse Carvalho, de acordo com a Agência Brasil.

Desde então, o processo está paralisado e nesse meio-tempo a Eletrobras ganhou mais uma distribuidora para controlar: a Celg, cuja participação de 51% foi adquirida por cerca de R\$ 50 milhões.

"Não tem como manter essas empresas, elas representam um prejuízo da ordem de R\$ 1,8 bilhão para a Eletrobras", disse a fonte conhecedora da estatal, para quem as atenções devem se voltar para o indicador dívida líquida sobre Ebitda,

"Isso não é bom para a política energética, a Eletrobras não deveria se tornar uma empresa de participações", destaca o especialista.

E explica: embora a estatal seja considerada uma holding, não tem poder de decisão, de definir o rumo dos projetos dos quais participa.

O professor salienta que a Eletrobras deveria ser "a Petrobras do setor elétrico", um dos desejos do então presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

Já o presidente do Instituto Acende Brasil, Claudio Sales, afirma que a Eletrobras precisa urgentemente de um novo modelo de governança, com os mais elevados padrões de transparência e uma gestão mais profissional.

De acordo com ele, nenhuma proposta de reestruturação terá

sentido se a Eletrobras for conduzida com base em critérios políticos. "O desafio é blindar a administração da empresa", avalia Sales.

Em uma das análises do instituto, observou-se que os principais entraves à eficiência das estatais são a indefinição de objetivos, a indisciplina orçamentária, o uso político, a nomeação de dirigentes sem as qualificações adequadas para os respectivos cargos e a burocracia nas decisões.

Pinguelli ressalta que a paralisia que afeta a Eletrobras é, entre outros fatores, resultado do compasso de espera em que foi colocada a empresa, e o próprio país, por causa dos desdobramentos da Operação Lava Jato.

A crise da Petrobras, avalia, afeta o Brasil como um todo. Para isso, sugere, o governo poderia dar mais independência à Eletrobras para definir rumos de investimentos. Ao mesmo tempo, governo, como principal acionista, e estatal deveriam definir prioridades de atuação.

Ele propõe um foco em temas como usinas-plataforma, expansão da geração eólica e indução da implementação e expansão da energia solar no país.

O fato é que a estatal está à espera de um caminho a ser seguido após os efeitos da renovação das concessões. A última tentativa de acelerar o passo da estatal foi em 2010, e seu ponto mais alto foi a unificação das empresas sob a nova marca Eletrobras e a mudança da administração das distribuidoras do grupo, tentando elevar a receita na área e reduzir prejuízos com perdas comerciais de energia. A mudança, agora, precisa ser bem maior. ■