



GESEL

Grupo de Estudos do Setor Elétrico

UFRJ

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR SUCROENERGÉTICO E A IMPORTÂNCIA DA ESCALA DE GERAÇÃO

Nivalde J. de Castro
Guilherme de A. Dantas

TDSE

Textos de Discussão
do Setor Elétrico

Nº 14

Novembro de 2009
Rio de Janeiro

Fusões e Aquisições no Setor Sucroenergético e a Importância da Escala de Geração

Nivalde J. de Castro¹
Guilherme de A. Dantas²

O setor sucroalcooleiro brasileiro passou por um expressivo processo de expansão e consolidação a partir do Pró-Álcool, dando-lhe uma dimensão econômica muito importante no cenário agroindustrial. No entanto, até recentemente, não havia distinção entre propriedade e gestão dos empreendimentos na estrutura e dinâmica empresarial. O core business das usinas era a produção de etanol e de açúcar, em uma proporção que variava em função dos preços relativos entre esses bens.

A geração de eletricidade, associada à produção de vapor a partir do processo de co-geração, restringia-se exclusivamente à autoprodução para atender a demanda por energia elétrica da própria usina. Este caráter limitado e específico do aproveitamento do potencial de geração de energia elétrica devia-se à ausência de mecanismos regulatórios que permitissem a comercialização de excedentes pelo setor elétrico brasileiro – SEB - até meados da década de 90. Como consequência, essa falta de interação comercial entre os dois setores impôs um padrão tecnológico ineficiente, em termos atuais, às plantas industriais, no que se refere à produção de vapor.

A partir da reestruturação do SEB, iniciada nos anos 90, a nova legislação passou a permitir a interação entre estes dois mercados – energia elétrica e sucroenergético. No entanto, a cultura predominante na gestão das unidades produtivas sucroalcooleiras, influenciada pelas altas taxas de rentabilidade dos mercados de etanol e de açúcar, certamente contribuiu para inibir e determinar pouco interesse deste setor em participar de um novo mercado com tamanhas especificidades e complexidade como o mercado elétrico, em especial porque no setor elétrico prevalecem taxas de retorno significativamente inferiores, diretamente associadas a riscos nitidamente menores.

No entanto, a evolução do marco institucional e regulatório do setor elétrico, a partir de 2003-2004, permitiu criar condições mais efetivas para a comercialização da bioeletricidade sucroenergética. Graças a essas mudanças, em especial a possibilidade de firmar contratos de longo prazo com o mercado cativo e vender no mercado livre, a energia elétrica obtida como um subproduto da produção de etanol e açúcar passou a ser vista como um novo produto das unidades canavieiras. Essas possibilidades tornaram-se tão concretas que se passou a denominar as usinas de cana de usinas sucroenergéticas devido à crescente importância da comercialização de energia elétrica nas receitas destes empreendimentos. Nesse sentido, a evolução do arcabouço institucional e regulatório contribuiu para uma mudança gradativa na postura dos empresários do setor sucroenergético em relação ao aproveitamento do potencial e da reserva de energia elétrica existente no bagaço da cana.

Em paralelo à estabilidade do marco institucional - regulatório do SEB, verificou-se uma mudança nas expectativas do setor sucroenergético, especificamente no segmento de etanol, devido à

¹ Professor da UFRJ e coordenador do GESEL - Grupo de Estudos do Setor Elétrico do Instituto de Economia. nivalde@ufrj.br

² Doutorando do Programa de Planejamento Energético da COPPE/UFRJ e Pesquisador do GESEL/IE/UFRJ.

introdução dos veículos flex fuel no mercado brasileiro a partir de 2004. Também no cenário internacional criaram-se fortes expeditivas em relação à exportação de etanol devido à possibilidade de substituir a gasolina em veículos do Ciclo Otto, substituição esta diretamente vinculada à busca de políticas de redução das emissões de gases do efeito estufa. Essa possibilidade significaria um aumento expressivo do consumo de etanol nos países desenvolvidos, o que provocou um ciclo expansivo de novos investimentos no setor sucroenergético voltado para a construção de novas e grandes unidades produtivas, conhecidas por greenfield.

Essas novas perspectivas para o núcleo do core business provocaram a formação e/ou entrada de grandes players nacionais e internacionais de diferentes setores. Dessa forma, os cenários promissores para o aumento da produção de etanol - e do resíduo bagaço de cana, associados às vantagens do SEB de ter um marco regulatório estável e confiável, fizeram com que os projetos greenfield já incorporassem nos seus planos de negócios e nas suas plantas industriais uma otimização da produção de energia elétrica definida por caldeiras com alta pressão, impondo assim um novo padrão tecnológico.

Vale assinalar que neste movimento de construção de grandes plantas industriais por grandes grupos, verifica-se uma crescente dissociação entre propriedade e gestão, como pode ser ilustrado com a recente sucessão no comando do Grupo Cosan, com a saída de Rubens Ometto da área executiva do conglomerado. Essa “profissionalização” da gestão permite que as empresas busquem um maior grau de detalhamento das especificidades de cada segmento produtivo, destacando-se, no caso, a percepção de que a produção e comercialização de energia elétrica é um negócio capaz de aumentar, de forma segura e estável, as receitas da usina sucroenergética, possibilitando reduzir o risco do empreendimento como um todo. Dessa forma, a produção e comercialização de energia associada à produção de etanol e/ou açúcar vem ganhando status de um nicho de mercado que apresenta uma taxa de retorno inferior àquelas praticadas nos mercados de etanol e de açúcar. No entanto, esta taxa de retorno relativamente menor é função da estabilidade e dos fundamentos do SEB, característica esta que assume um papel relevante, dando mais competitividade à produção de etanol e de açúcar e mitigando o risco dos investimentos nos três segmentos produtivos.

A entrada de grandes players nacionais e internacionais no setor sucroenergético permite que a expansão do setor ocorra com base na construção do que se pode denominar “fábricas de energia”, apresentando maior escala de produção, buscando e viabilizando a obtenção de significativas economias de escala. A possibilidade de explorar essas economias de escala é relevante para a promoção de investimentos na geração de eletricidade pela redução nos custos do investimento e pelo poder de barganha que esta maior escala concede ao grupo econômico no momento de negociar a comercialização da sua energia.

Entretanto, este processo de expansão do setor sucroenergético sofreu, como outros setores produtivos, um grande revés com a eclosão da crise financeira e econômica mundial em 2008. O impacto foi muito sentido no setor sucroenergético, em grande medida devido ao alto grau de endividamento, vinculado diretamente à aposta feita no crescimento da demanda de etanol no mercado nacional e internacional.

Tradicionais grupos do setor sucroenergéticos como o Santelisa Vale, formado após a fusão entre o Grupo Santa Elisa e o Grupo Vale do Rosário e o início de um audacioso programa de expansão e diversificação dos seus negócios, levaram a uma grave crise financeira que culminou com sua aquisição por parte do grupo Louis Dreyfus. Outro exemplo foi a incorporação do Grupo Nova América pelo Grupo Cosan.

Além desses tradicionais grupos do setor sucroenergético brasileiro, o impacto da crise sobre um novo player mostra como o setor foi impactado pela crise. O Grupo Brenco, após o início da construção de um expressivo complexo de produção sucroenergética, enfrentou grande dificuldade financeira em função do seu elevado grau de endividamento, impedindo-o de dar seqüência e sustentação a seus investimentos. Como resultado, o Grupo Brenco teve seu controle adquirido pela ETH, novo player de bioenergia do Grupo Odebrechet. Neste sentido, pode-se assinalar que a crise de setembro de 2008 e seus impactos sobre o mercado de capitais afetaram diretamente os grupos que estavam muito alavancados e que tinham apostado no crescimento rápido do mercado de etanol. Essa situação abriu um processo, ainda em curso, de venda de ativos, favorecendo os grupos financeiramente mais sólidos e menos alavancados.

A expansão da capacidade produtiva do setor sucroenergético, principalmente vinculada ao etanol, não seguirá a trajetória esperada e estimada até setembro de 2008. Os 70 novos projetos de investimento para a construção a partir de 2011 e que exigiriam, segundo estimativas do BNDES, cerca de R\$ 30 bilhões, constituem-se, atualmente, em fonte de grande incerteza, especialmente pela dificuldade de obtenção de crédito e pela reversão do cenário do mercado internacional. Dessa forma, pode-se deduzir que a expansão dos grandes grupos que estejam capitalizados irá ocorrer via aquisição e controle dos grupos e plantas em crise, incluindo-se neste processo empresas de menor porte. Este processo de aquisição tende a ser mais seletivo porque os grandes players não têm, grosso modo, interesse em unidades produtivas com padrão tecnológico defasado. Aqui podem ocorrer aquisições de plantas menos eficientes, mais em função da busca de economia de escala. No entanto, a variável geração de energia elétrica passa a assumir um papel estratégico neste processo de consolidação, em função da possibilidade de ganhos certo e seguro que trazem benefícios diretos e estáveis sobre o fluxo de caixa.

Este movimento de concentração de mercado, principalmente via aquisições ora em curso no setor sucroenergético, permite que os grupos mais capitalizados expandam sua capacidade de produção através da compra de ativos existentes em detrimento da construção de novas unidades. Assim, é corroborada a análise anterior sobre a importância de economias de escala, permitindo maior produção e comercialização de bioeletricidade energética. Como ilustração dessa tendência, a fusão entre a ETH e a Brenco determinará que se atinja um patamar de capacidade instalada de aproximadamente 1.400 MW, na qual a maior parte da energia elétrica ainda está descontratada. Leilões de energia específicos para esta fonte poderiam capturar essa reserva e melhorar a estrutura da matriz elétrica brasileira recentemente “poluída” por uma grande quantidade de usinas térmicas que usam insumos derivados do petróleo.

Portanto, e a título de conclusão, esse processo de fusões e aquisições é relevante e importante para a ampliação e utilização da capacidade produtiva da bioeletricidade sucroenergética pelo SEB. O aumento da escala reduz custos e eleva a capacidade de geração de caixa vinculada a um setor onde os preços são mais estáveis, em especial se forem feitos contratos simultaneamente nos mercados

cativo e livre. Além disso, a localização geográfica das unidades produtivas diminui a necessidade de vultosos investimentos em linhas de transmissão e favorece a logística de transporte do bagaço entre as diferentes unidades produtivas, permitindo a garantia de auto-suprimento energético, ao mesmo tempo em que maximiza a comercialização de energia elétrica.

Em suma, o setor sucroenergético, que opera verdadeiras “fábricas de energia”, tem no setor elétrico um fator de maior estabilidade e geração de fluxo de caixa firme, mesmo que tenha uma taxa de retorno menor, derivada justamente do menor risco em relação aos contratos e aos preços, expressando assim o fato da energia elétrica não ser uma commodity como o etanol e açúcar.



Grupo de Estudos do Setor Elétrico GESEL

Instituto de Economia - UFRJ
Tel.: +55 (21) 3873-5249
E-mail: ifes@race.nuca.ie.ufrj.br
Site: www.nuca.ie.ufrj.br/gesel

Este texto, e muito outros, encontra-se disponível na Biblioteca Virtual do Setor Elétrico, bastando acessar o endereço:

www.nuca.ie.ufrj.br/gesel/biblioteca

Leia e Assine o mais antigo informativo eletrônico do setor elétrico que diariamente apresenta acompanhamento conjuntural diário, com resumo dos principais fatos, dados, informações e conhecimentos relacionados com o setor elétrico: IFE-GESEL Informativo Eletrônico do Setor Elétrico. Disponível no site:

[Http://www.provedor.nuca.ie.ufrj.br/eletrobras/listas/listas.htm](http://www.provedor.nuca.ie.ufrj.br/eletrobras/listas/listas.htm)