

O risco de grave calote em dívidas da Eletrobrás⁽¹⁾

Maílson da Nóbrega (2)

O Superior Tribunal de Justiça (STJ) voltará a decidir em breve sobre processo que envolve pleito da Eletrobrás. A empresa requer que não incidam juros remuneratórios de 6% ao ano em certos títulos representativos de sua dívida. Se o pedido for acolhido, será criado um benefício indevido à companhia e um correspondente prejuízo aos credores. A insegurança jurídica, decorrente de ato ausente de racionalidade econômica, poderá acarretar novas incertezas no ambiente econômico, com o potencial de afastar investimentos locais e estrangeiros.

A dívida tem origem no empréstimo compulsório sobre o consumo de energia elétrica (ECE) criado em favor da Eletrobrás, em 1962, destinado a financiar a expansão do setor de energia elétrica. O ECE vigorou até 1993. A partir de 1966, uma lei estabeleceu que a dívida proveniente daquele empréstimo seria resgatada em 20 anos, com remuneração anual de 6% mais correção monetária. Em 1976, permitiu-se a conversão desses créditos em ações preferenciais da empresa.

Desde então, foram realizadas três conversões. Em todas elas, cálculos inadequados realizados pela Eletrobrás motivaram inúmeras ações na Justiça. A discussão atual do STJ refere-se à terceira conversão, ocorrida em 2005, em que parte dos créditos do ECE não foi convertida em ações. Sobre o respectivo saldo não convertido, os credores reivindicam o pagamento de juros remuneratórios de 6% a.a., como estabelecido em lei. A Eletrobrás entende, todavia, que tal regra não deve ser aplicada, o que implicaria juros remuneratórios nulos após 2005. A tese da empresa é de que, com a conversão da sua dívida em participação acionária, o credor perdeu essa qualificação, passando à de acionista. Ignora, portanto, o fato de que, sob a parte não convertida, o credor jamais se tornou acionista.

A pretensão da Eletrobrás não é economicamente racional, dado que essa dívida possui exatamente a mesma natureza do restante dos créditos do ECE convertidos em ações. Constituem, dessarte, parte indiscutível dos recursos de que a Eletrobrás se valeu por largo período, para os quais a lei define uma remuneração de 6% a.a., calculada de forma linear. O acatamento da visão da empresa equivale a admitir que ela pode não remunerar créditos originários da mesma lei que instituiu o empréstimo compulsório. Seria desprezar a legislação específica e esquecer que essa remuneração foi naturalmente paga até 2005 sobre os mesmos créditos que originaram a dívida. Conceituados juristas recusam essa esdrúxula interpretação da Eletrobrás. Não fossem apenas esses argumentos, o pagamento dos encargos remuneratórios estipulados em lei não constitui qualquer penalidade para a empresa. Pelo contrário: mesmo aplicando os juros simples de 6% ao ano sobre a dívida em aberto, a Companhia ainda estará sendo amplamente beneficiada. Isso fica claro quando se compara o que a Eletrobrás teria que pagar aos credores nessa situação exclusivamente a título de juros remuneratórios com o quanto ela teria obtido de remuneração real se tivesse investido esses recursos em algum investimento cujo benchmark fosse o CDI.

De fato, se considerarmos o período compreendido entre 28 de abril de 2005 (quando ocorreu a terceira Assembleia-Geral de Conversão) e 31 de dezembro de 2019 (data

do Relatório de Demonstrações Financeiras, do qual é possível obter o valor provisionado pela própria empresa para os créditos não convertidos em ações), estima-se que o ganho teria sido superior a R\$ 3,2 bilhões, valor que equivale aproximadamente aos juros sobre os créditos do ECE, à taxa de 6% ao ano, em dezembro de 2019. Isso geraria uma rentabilidade real de 25,5 pontos percentuais acima do que a lei previa, no mesmo lapso de tempo.

Se a Eletrobrás for bem-sucedida em sua demanda, se beneficiará de um ganho indevido correspondente ao retorno real que teria obtido com a aplicação dos recursos, à taxa do CDI. O benefício seria de cerca de R\$ 14,3 bilhões – considerando-se um saldo inicial de aproximadamente R\$ 12,6 bilhões, que correspondem aos créditos de ECE não convertidos em ações da Eletrobrás em abril de 2005.

Ressalte-se, por último, que a instituição do ECE representou, desde a criação, enorme vantagem à Eletrobrás. A ela foram disponibilizados volumosos montantes de recursos, com prazos de pagamento muito estendidos e juros remuneratórios abaixo dos praticados no mercado. Ademais, esses juros são calculados de forma linear. Isso faz com que o valor a ser pago pela Eletrobrás cresça de forma menos expressiva ao longo do tempo do que se esperaria em qualquer outro tipo de crédito ou aplicação do mercado financeiro, em que se utiliza juros compostos. Assim, caso tivesse captado esses recursos no mercado, certamente o teria feito em condições não tão vantajosas e a uma taxa de juros maior – e calculada mediante juros compostos. Com efeito, a taxa de juros real paga por outras empresas do setor elétrico na emissão de debêntures em 2005 foi superior à taxa de juros simples de 6% ao ano.

Caso o STJ vier a decidir que a Eletrobrás não deve pagar juros remuneratórios sobre a dívida em questão, criará um benefício indevido e injustificado, isentando-a, sem qualquer motivo razoável, de remunerar os que detêm legitimamente créditos de ECE. Tal decisão importaria prejuízos de grande monta aos credores, os quais, confiantes na letra clara da lei, alimentavam a fundada expectativa de que seriam remunerados a uma taxa de 6% ao ano.

Ao mesmo tempo, a medida poderia gerar insegurança jurídica, eis que a decisão violaria a legislação vigente e numerosos julgamentos anteriores do próprio STJ sobre a questão. Seria chocante para os credores, particularmente os estrangeiros, assistir a uma grave mudança na interpretação das regras. Mais de vinte anos depois, seriam alteradas as condições inicialmente definidas de remuneração dos empréstimos compulsórios concedidos à Eletrobrás. A percepção de piora do ambiente de negócios poderia impactar negativamente a avaliação de risco do país, com prejuízos para a economia.

(1) Artigo publicado no Estado de São Paulo. Disponível em: <https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/o-risco-de-grave-calote-em-dividas-da-eletrobras/>. Acesso em 24 de maio de 2021.

(2) Ex-ministro da Fazenda e sócio da Tendências Consultoria