HCB
uma recomendação Strong Buy

meu caro cliente

como certamente saberá, na passada sexta-feira (18 de Outubro 2002) a Hidro-Eléctrica de Cahora Bassa (HCB) decidiu-se pelo corte de fornecimentos à ESKOM – o seu maior cliente.

Pelos vistos, o fim de semana pouca clarificação trouxe aos traders porque, logo na segunda (21), o mercado de futuros dos **títulos HCB – South Bank** abria com sinais mistos, senão mesmo contraditórios.
No entanto começava já a flutuar uma tendência de compra, muito embora se registassem divergências tácticas entre alguns big traders – sobretudo quanto ao timing e *modus faciendi* de um possível **minority-Buy-Out** (mBO) por parte dos accionistas minoritários (Estado de Moçambique)

Mas o que é facto é que quase todos pareciam estar de acordo em dois aspectos:

> primeiro, que era de facto muito esquisito que a HCB e a ESKOM viessem agora a terreiro revelar que não precisavam da central de Cahora-Bassa para nada. Uns, porque suspendiam receitas ao cortar fornecimentos. Outros, porque insistiam em quebrar uma regra básica de negócios – um contrato só é sério quando o preço é justo
>
> Curiosamente, a maioria dos traders concordava ainda quanto à valorização económica da HCB, **as-it-is.** Sem alavancas de mercado, a HCB valeria à volta de 400 milhões Euros, tecnologicamente falando – excluindo os encargos de uma recente e oportuna modernização

Tudo indicava que, para o mercado, idos pareciam os tempos em que os accionistas maioritários da HCB (Portugal) haviam lançado para o ar o absurdo valor de 3 biliões USD – um número a que haviam chegado com base num custo de investimento directo de 500 milhões USD (1975). E a que acresciam encargos de dívida calculados a 8% ao ano – mais despesas anuais correntes de 30 milhões USD.

Um cálculo que ninguém, em boa saúde mental, se dispunha aceitar – e que segundo reportam os media havia mesmo provocado comentários sarcásticos por parte da Eskom.
Sarcasmos retribuídos mais tarde, quando a Eskom ousou referir 183 milhões USD para os activos HCB.

E uma sonora indicação de que qualquer coisa estaria errada nesses cálculos oficiais acabou por chegar quando um ex-recente Ministro das Finanças português colocou a fasquia em 500 milhões USD – é pelo menos o que reportam os media.

E por todas as coerências e mais uma, o mercado considerava que para o Estado português – tal como aliás para muitos outros seus parceiros de déficit europeu – a hora

não seria a de deixar torneiras abertas. Mas antes uma de se vender algumas jóias da casa. E por maioria de razão, os seus elefantes brancos – como a HCB.
A menos que se vislumbrasse em Cahora-Bassa um qualquer outro propósito – quiçá político. Mas esta era uma hipótese que a maioria dos analistas descartava, e por variadíssimas razões.
Nomeadamente porque toda a gente – accionistas maioritários e minoritários incluindo os respectivos contribuintes – toda esta santa gente estava saturada de discutir o indiscutível. E todos se recordavam que, infelizmente, a HCB sempre se revelou como factor de discórdia e intriga inter-estados.

Bem, todos não diria !
porque importa igualmente recordar que, para os burocratas, este arrastar de negociações sempre representou principescos salários e viagens de extravagantes mordomias. Aliás, basta notar as vezes que eles se reúnem para adiar reuniões.

Contudo, o que é certo é que para a maioria dos analistas este era agora um tempo decisivo para se visionar um futuro – Europa para uns, NEPAD para outros. E pontes entre todos. Portanto, não parecia politicamente desejável que se insistisse em navegar os tortuosos pântanos da conflitualidade.

Guts e Euros

Repare-se que todas estas circunstancias ocorriam numa altura em que alguns bancos de investimento, com *guts* e massa crítica, opinavam que esta seria a hora para o governo português vender a HCB.

E certamente a hora para Moçambique a comprar !

e à hora em que lhe escrevo estas recomendações, um tropel de juristas – servindo causas várias – procura já determinar se, face às declarações e posturas por parte da HCB e Eskom, um **minority-Buy Out** terá ou não caracter obrigatório.

Isto porque, para a terceira parte – o Estado de Moçambique – não pode haver lugar a tricas deste tamanho – sobretudo quando se trata de um valioso património energético.
Como parece ser o caso se atendermos ao descomunal imbróglio que vai enrolando a HCB. Um autentico nó górdio que sugere a presença de ilógicas forças no mercado.

Ora, e se bem interpreto as mais recentes regras impostas pela SEC ao mercado, sempre que num estado soberano os interesses dos accionistas minoritários correrem indizíveis perigos, a coisa é mais que bastante para que eles se imponham – com valor determinado por arbitragem.

Mas, por um momento, repare-se na confusão.

por um lado, a Eskom desmultiplicava-se em declarações sustentando que não necessitava da energia da HCB para nada – nem hoje, nem até 2010. E como que para o comprovar, invocava até o facto de ter prescindido (pelo menos até 2003) dos 450 MW que a HCB fornece ao Zimbabwe.

E dia sim, dia não, a Eskom afirmava em alto e bom som que não estaria disposta a pagar preços superiores a 2.5 cêntimos do Rand por kWh – que era exactamente o que pretendia a HCB. Contudo, note-se que de nenhum lado – ESKOM ou outro – aparecia alguém capaz de defender os 2.5 cêntimos do Rand como um benchmark credível para geração eléctrica. Sobretudo quando 1 USD era igual a 10.5 ZAR (outubro 2002) – o que quer dizer kWh a 2.4 milésimos de USD.

Not surprisingly – dia-não-dia-sim – na própria RSA surgiam planners prevendo que, a partir de 2004/5, a Eskom não mais estaria em condições de satisfazer a demanda de ponta – mesmo em caso de crescimento económico lento.
Mas, seja como for, a Eskom insistia em recusar pagar um preço justo pelo kWh de Cahora-Bassa. E há anos que tudo fazia para arrastar a credibilidade das negociações tripartidas.

O que naturalmente não a impedia de – como lhe compete – fazer excelentes negócios com essa energia HCB – sobretudo em território moçambicano. E normalmente em dólares americanos. Tudo isto a custos da uva mijona, ou seja, os actuais 48 Meticais por kWh, ou quando muito os 88 Meticais de 2001.

E já agora – só como exemplo – recorde-se que um vulgar consumidor EDM consumindo esta mesma energia de Cahora-Bassa paga qualquer coisa como 1500 Meticais por kWh.
Estranhíssimas aberrações que o mexilhão é forçado a engolir.

HCB – uma dama em apuros

por seu lado, e agora com a legitimidade de quem se sente ferida na dignidade, a HCB decidia-se a cortar o fornecimento de energia à Eskom – invocando suspensão de contrato.

E muito embora seja consensual a ideia de que a HCB tinha e tem montanhas de razão quanto à questão de um **fair price**, o facto é que a sua quixotesca decisão parecia estar condenada a um rotundo desaire comercial. Senão mesmo a penosas e arrastadas disputas na arena dos contratos internacionais – isto pra não falar em ubíquas politiquices.

E é a partir daqui que os analistas começam a divergir quanto ao impacto desta táctica HCB.

> Para uns, a jogada HCB não passaria de feérico gambito – num tabuleiro balizado pelos 5 e os 13 cêntimos do Rand por kWh.
>
> Para outros, a HCB faz bluff, e a Eskom topou-o. E vai pagar para ver – por 1 ou 2 anos.

E embora este seja, sem dúvida, o pior cenário para Moçambique, infelizmente ele é moderadamente provável. E para os analistas que assim lêem a questão, este será um filme de dívida e horror – que pouco terá a ver com empresas (HCB e Eskom), mas tão só com Estados e Governos (Portugal e RSA). Ou mais propriamente com orgulhos e razões

de Estado – o que normalmente é coisa boa para taxar contribuintes e engordar margens de financiadores.

Curiosamente, havia uma outra opinião que me interessava particularmente.

A coisa parece ter começado a cozinhar-se há 2/3 anos, e a iniciativa terá partido do accionista minoritário – Estado de Moçambique.
Tratava-se comprar a HCB ao Estado português.

Como é natural, pouco transpareceu desde então, e desconhece-se até se o assunto terá sido conduzido com a necessária propriedade – por ambas as partes. Sobretudo quando se reporta a presença de commissioners de opaca transparencia.

Recorde-se que esses eram anos de bubble financeira. Anos em que o dinheiro fácil parecia andar por aí à mão.
Mas, por qualquer razão, a coisa não parece ter avançado muito, e o que o mercado acabou por registar foi a emergência de *irracionais exuberâncias*. Tais como o timing de Mepanda-Uncua – ou o menosprezar da fase Norte de Cahora-Bassa.

Até que

a bubble especulativa rebentou
a contabilidade criativa implodiu
e o investidor desapareceu – pelo menos dos mercados emergentes.

Para não falar dos incipientes

Sobretudo após o 01/9/11, quando a ressaca se globalizou.

o brumário de 18 de outubro

Mas, às zero horas daquela sexta-feira de 18 Outubro 2002, quis o destino que se abrisse uma janela de oportunidade para o redesenho da próxima década eléctrica em Moçambique – incluindo o frágil presente.

E uma velha pergunta merecia agora uma nova legitimidade:

num horizonte 2003-2008, investe-se em Mepanda-Uncua ?
ou em Cahora-Bassa, incluindo um futuro North-Bank ?

Apesar de não estarem disponíveis os inúmeros e milionários estudos sobre a questão, pelo lado das contas, a coisa não parecia ser complicada.

Por 400 milhões de euros, Moçambique dispunha de uma única oportunidade para adquirir – não só os activos HCB – mas sobretudo um mercado de 1650 MW. Firme e soberanamente estabelecido em Moçambique (EDM, Mozal, Corridor Sands, Motraco e Zimbabwe).

Um mercado que vale receitas anuais entre 130 e 150 milhões USD. Um mercado que se fornece a custos directos inferiores a 23 milhões anuais.

Um negócio onde, para além de um pequeno número de pessoas, não é preciso mexer em nada, à excepção de possíveis reduções na exportação para o Zimbabwe, aí por volta de 2007.

Um autentico shangri-la para os investidores hidroeléctricos porque, por 215 USD/kW válidos por mais 15/20 anos, comprar-se-ia não apenas uma belíssima e fundamental obra de engenharia, mas sobretudo um mercado de firmes e imediatas receitas.

E agora com o bónus adicional de se poder diferir Mepanda-Uncua a mais de 1000 USD/kW. Até que a Eskom, ou qualquer outro emergente candidato a consumo, viesse a terreiro com cara e bolsos transparentes.

Por aqui, parecia assim haver grossa margem de manobra negocial.

Incluindo na questão da regularização do Zambeze que, como todos sabem, no imediato passa pela melhoria da coordenação hidrológica de toda a bacia - a montante e jusante de Cahora-Bassa.

E a margem de manobra parece mais que boa, sobretudo para quem disponha da preciosa vantagem de ser o único em condições de se impor. Soberanamente, e neste valioso mercado de 12,000 GWh - no caso, o Estado de Moçambique.

Engraçado que esta miragem de 12,000 GWh, assim à mão, não deixava de me perturbar. E confesso que essa foi a razão que me intuiu a virar *bullish* no mercado de futuros dos **títulos HCB-South-Bank**.

Porque ao contrário dos biliões para Mepanda-Uncua, mobilizar financiamentos para uma aquisição HCB não parecia coisa que assustasse o mercado de capitais.
Na verdade - hoje por hoje, e mesmo até finais de 2004 - raros serão os investidores sérios que dispõem de hipóteses de retorno iguais - ou sequer aproximadas - às que o investimento em Cahora-Bassa sugere.

Contudo, na arquitectura da operação, a questão mais bicuda parecia residir no *modus faciendi*. Particularmente no que diz respeito ao anular dos velhos contratos coloniais - raiz de todos os problemas.

Sabia-se que, para além de bom senso na gestão de recursos naturais valiosíssimos - hidroelectricidade e água - se exigia ainda uma refinada engenharia das almas. Incluindo a de dignidades e razões de Estado.
Havia quem chamasse a isto diplomacia e, se assim era, essa não seria uma destreza que faltasse aos minoritários na HCB.

Tudo somado, os factos e as circunstancias apontavam para que nesse brumário de 18 de Outubro 2002, estivessem finalmente reunidas

> as condições objectivas e subjectivas para a tomada do poder,
> pelos destituídos de electricidade.

No caso, a tomada do poder sobre Cahora-Bassa.

E agora por parte do Estado de Moçambique, o dono das águas.
Uma tomada de poder não-hostil, porque os activos não são coisa para apreensão administrativa - por eles, se negociariam valores do mercado global - ou determinados por arbitragem.

Mas curioso é notar que foi só na terça-feira - 22 Outubro - que despontou a ideia quanto ao *modus faciendi*.

o engenheiro Vitor Fernandes

na altura, falava-se sobre Vitor Fernandes. Um electrotécnico cabo-verdiano que durante mais de 10 anos afincadamente serviu a EDM no Xai-Xai, Chockwe, Nampula e Nacala - até que flipou. Fenómeno perfeitamente expectável dado o nível do ambiente.

Conta-se que, aí por volta de 1990, opções pessoais - exponenciadas por pressões corporativas EDM - haviam conduzido Vitor Fernandes a enveredar pela engenharia dos lixos. Riscado dos arquivos EDM, Vitor Fernandes passava agora à categoria de abjecto demente público - uma outra vulgar excrescência de putativas racionalizações, económicas e xenófobas.

E foi então que, por coincidência, Vitor Fernandes surgiu - cabelo rasta e olhos verdes esgazeados. Exigiu um cigarro, e perguntou sobre o que falávamos. Cahora-Bassa, respondeu-se.

o quê ?
ainda não trocaram posições accionistas ?
Não me digam que ainda andam à turras por causa dessa merda.
Porra, estou farto de vos dizer como é que isso se faz !

primeiro, liquida-se e dissolve-se a HCB por valor à volta de 400 milhões de Euros.
Um valor de liquidação a ser comprado pelo Estado de Moçambique, e que não deve andar muito longe do da arbitragem. Paga-se em 5/6 suaves prestações - e a juros de mercado desenvolvimentista, tipo 1 ou 2%. E assim, se darão como nulos os anteriores contratos coloniais - coloniais sim, porque é disso que se trata.

Segundo cria-se a **CHEZ** (Companhia Hidro-Eléctrica do Zambeze).
Sociedade na qual se inverterão as posições accionistas da actual HCB - 80% para o Estado de Moçambique, 20% para o Estado de Portugal.
Esse *business plan* da CHEZ contemplaria um próximo aumento de capital - aí por finais de 2004. Ou em qualquer altura em que a Eskom, ou qualquer outro fiável consumidor, der sinal para mais potência (acima de 1650 MW) - ou mais energia (acima de 12,000 GWh).
Uma CHEZ com um regime de capital aberto a quem quisesse cooperar nos novos investimentos, e cujo kW-benchmark andaria pelos preços do mercado regional (carvão e nuclear RSA, e bacias hidroeléctricas do Zambeze e Congo) - mais encargos de transmissão.

E como dizia Vitor Fernandes, chame-se um bom broker que eles sabem engenheirar esses negócios. No entanto, ele mostrava alguma relutância em citar um número para esse benchmark. E exactamente quando parecia hesitar entre os 1,200 e 1,400 USD/kW

- pediu um outro cigarro - mais 5 paus para um pão. E para desconcerto de todos nós despediu-se com uma sonora gargalhada.

meu caro cliente

nestas baças teias em que se tecem os KWs, é muito difícil focar o futuro com precisão - pelo menos com as lentes de que disponho. Mas como dizia La Palisse, em termos de puro risco, toda esta operação só teria a ganhar em conforto se apoiada por um sólido pacto de regime.

Mesmo assim, e ponderados todos estes factores, compete-me recomendar-lhe uma imediata e agressiva política de compra de títulos HCB-South Bank.
E se me permite uma final insistência, eu recordo que esta não deve ser considerada como uma vulgar aquisição de activos de produção. Esta é uma operação de aquisição de mercados - que por definição são de Moçambique. E agora com o bónus de interessantes retornos, e cash-flows.

por tudo isto lhe recomendo,

STRONG BUY
com tendência para OUTPERFORMING.

José Lopes

maputo, outubro 23, 2002

PS de Maio 2003

Fontes qualificadas reportam que a recente visita de Mira Amaral não foi bem sucedida.
Vice presidente da Caixa Geral de Depósitos e personalidade encarregue de liderar o dossier Cahora Bassa por parte de Portugal, Mira Amaral não terá sido recebido pelos oficiais ministeriais do sector de energia moçambicano - nem sequer por um dos dois administradores moçambicanos na HCB.

As mesmas fontes referem que, dado o impasse político que enevoa o dossier, o governo português decidiu não apresentar uma proposta para a eleição do novo PCA da HCB na Assembleia Geral prevista para 30 de Maio.

Recorde-se que, depois de sucessivos adiamentos, a 21 e 22 de Maio 2003 teve lugar em Maputo um novo round de negociações tripartidas sobre Cahora Bassa (Moçambique, Portugal e África do Sul). Em cumprimento de ritos tradicionais, as partes concordaram em discordar sobre os principais tópicos em agenda - o que lhes permitiu estabelecer um novo programa de viagens - Portugal, Junho 2003.