

## Contribuições ao processo de renovação das concessões de distribuição

No âmbito da Consulta Pública nº 152 de 22/06/2023, baseando-se nas diretrizes contidas na Nota Técnica 14/23, publicada pelo MME, a Brasil Capital, investidora do setor elétrico e no mercado de capitais brasileiro há mais de 15 anos, vem manifestar a sua contribuição ao processo de renovação das concessões de distribuição de energia elétrica.

Fundada em 2008 com R\$ 70 milhões, a Brasil Capital é uma gestora de recursos que possui atualmente R\$ 6 bilhões sob gestão, mantendo sempre o mesmo foco de atuação – investimento em ações de empresas brasileiras no horizonte de longo-prazo. Ao longo de sua atividade, a Brasil Capital entregou retorno anualizado de 20,8% contra 7,5% do Ibovespa. Dos R\$ 6 bi geridos, quase R\$ 2 bilhões estão alocados no setor de energia elétrica, com posições estruturais na carteira. Todos esses investimentos são de longa data, de forma que a gestora acompanhou os movimentos do setor elétrico de perto e o seu reflexo na percepção de valor pelos investidores.

### Introdução.

O setor elétrico passou por grande transformação nos últimos anos, preservando três grandes princípios: o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos, qualidade na prestação de serviço ao consumidor e isonomia entre agentes. O segmento de distribuição é de extrema importância ao setor, uma vez que é responsável pelo contato com o consumidor final, pela cobrança e coleta do pagamento da fatura de energia e pela consequente distribuição de receita para o resto da cadeia.

Diante disso, as distribuidoras de energia elétricas conquistaram posição de destaque na agenda de eficiência operacional e modicidade tarifária, diluindo sua participação na tarifa, que ganhou maior representatividade em encargos, custos de geração e transmissão. Além disso, através de algumas transações ao longo dos anos, a prestação média do serviço melhorou bastante, com consequente melhora na exigência e acompanhamento por parte do regulador de parâmetros de qualidade. Empresas de capital privado cresceram em *market share* ao consolidarem suas estratégias de operação, realizando *turnarounds* de sucesso.

**O resultado de todas essas ações foi o mesmo – a melhor qualidade do serviço de energia à população e modicidade tarifária. Nesse sentido, a preservação da segurança jurídica é essencial, não se pode repetir os erros cometidos no passado.** O setor já conviveu com medidas que desequilibraram contratos, como a Medida

Provisória 579/2012, que, além de gerar alta relevante nas tarifas nos anos seguintes, dispôs condições severas de renovação para concessões de geração e transmissão, sob retornos regulatórios extremamente baixos. **Mais do que prejudicar a operação de diversas companhias do sistema elétrico, ao ferir a segurança jurídica de contratos, a medida governamental inibiu investimentos privados, evitando uma expansão mais saudável da infraestrutura, com consequente melhor prestação de serviço à população.**

As distribuidoras não podem enfrentar ameaça de interrupção de maneira alguma no processo de renovação das concessões – dado que não só causaria uma ruptura no setor elétrico, mas prejudicaria o elo de maior contato com o consumidor, que garante que toda a infraestrutura seja remunerada. **O processo de renovação das concessões de distribuição deve ser conduzido de acordo com os valores do setor elétrico e regulação definida pela ANEEL – lembrando novamente dos princípios citados, o equilíbrio dos contratos levará à boa prestação de serviço à população.**

Ainda, vale destacar que qualquer interrupção ou interferência na regulação vigente do setor que não seja estabelecida em bases jurídicas e isonômicas, implicarão em aumento do custo de capital percebido pelas companhias. Dessa forma, o custo de capital (WACC) regulatório, definido anualmente pela ANEEL, seria ajustado para cima, a fim de reestabelecer o equilíbrio econômico-financeiro das operações. Como consequência dessa lógica, a tarifa final ao consumidor ficará mais alta, gerando um risco sistêmico ao setor elétrico. Como exemplo, na pandemia, entre 2020 e 2021, o risco de inadimplência subiu muito, além de um déficit relevante na conta de valores da Parcela A das concessionárias, o que penalizou os outros elos da cadeia.

Destacamos abaixo alguns pontos importantes a serem considerados no processo de renovação das concessões de distribuição de energia elétrica.

### Sobre a investigação de possível excedente econômico.

A regulação do segmento de distribuição do setor elétrico é definida por incentivos que premia os mais eficientes, pregando pela equiparação entre os agentes. Através do modelo de *benchmarking*, a ANEEL define parâmetros regulatórios para cada um dos agentes desse segmento, sempre os comparando – nessa metodologia, utiliza-se uma empresa mais eficiente como meta para a companhia em questão, além de rankings comparativos.

A partir dessa análise, são estabelecidas as tarifas de energia, com premissas de custos operacionais, perdas de energia, inadimplência, entre outros componentes. Vale ressaltar que no intervalo de quatro ou cinco anos, a ANEEL conduz uma revisão tarifária de forma a capturar os ganhos obtidos pela concessionária de energia. Além disso, define-se um valor em percentual, denominado Fator X, que apropria eficiências no intra-ciclo.

O próprio mecanismo regulatório premia as empresas mais eficientes, que conseguem otimizar os seus recursos, prestando um bom serviço ao consumidor. **Dessa forma, é natural que alguns distribuidores tenham prêmio de eficiência perante outros durante o ciclo tarifário, que em boa parte é destinado ao consumidor, mas isso de forma alguma se confunde com excedente econômico citado na nota técnica, pois esse não existe de forma estruturada, como será destacado a seguir.**

Importante mencionar que, **para eventual análise de um possível excedente econômico, faz-se necessário examinar uma janela próxima aos últimos 30 anos**, prazo relativo ao que está previsto no contrato de concessão. Ainda, **deve-se levar em consideração todo o universo de distribuidoras do país, e não apenas o grupo de empresas com concessões vincendas**, baseando-se no princípio de equiparação previsto na regulação do segmento de distribuição elétrica. **Adicionalmente, mesmo que prosperasse qualquer discurso de excedente, o que não prospera pelo descrito acima, há um fator muito importante que é a inexistência de garantia que qualquer ganho do passado se reflita no futuro.**

#### Sobre as contrapartidas sociais.

As concessionárias de distribuição de energia elétrica estão realizando investimentos maciços, muito acima da quota de reintegração regulatória, e que devem ser intensificados no próximo ciclo, dado as maiores exigências de qualidade do serviço por parte da ANEEL. A fim de otimizar o dispêndio de recursos praticado atualmente, é interessante apresentar um plano para focalizá-lo em áreas e projetos sociais.

Vale ressaltar que a denominada contrapartida social deve ser baseada em fonte existente que circula no setor, vindo das contas de Outras Receitas, Excedente Reativo e Ultrapassagem de Demanda, que hoje são utilizadas pelas companhias com discricionariedade, podendo ser melhor detalhadas. **Assim, atinge-se um nível de serviço com mais qualidade ao consumidor final, preservando o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos.**

#### Sobre os benefícios fiscais – Sudam e Sudene.

Os benefícios fiscais de Sudam e Sudene foram concedidos em lei em determinadas áreas do país para

incentivar investimentos e industrialização. Em se tratando apenas das distribuidoras de energia elétrica, **a remuneração oriunda desse direito deve ser reinvestida na respectiva área de concessão, não podendo ser distribuída como dividendo ao acionista.** Outrossim, o benefício só é usufruído quando a concessionária possui lucro tributável, com IR a ser recolhido. Nesse caso, são operações mais complexas, que em muitos casos ainda geram prejuízos, carregando legado de gestões estatais, que posteriormente foram privatizadas. **A proposta de retirada do benefício nessas regiões é um claro desincentivo ao investimento.**

Além disso, o benefício de Sudam e Sudene possui prazo de 10 anos, sem garantias de que vai perdurar pelos 30 anos de concessões previstos na renovação do contrato. **Sendo assim, o retorno regulatório das companhias não pode ser estruturalmente menor que as suas comparáveis que não possuem o incentivo fiscal ao longo de toda a vida útil da operação.**

A discussão acerca do Sudam e Sudene não pode ser feita por via infralegal, uma vez que o benefício está previsto em lei aprovada pelo Congresso. **O direito possui uma finalidade objetiva de estímulo à alocação de capital, qualquer mudança através do processo de renovação das distribuidoras romperia com um dos princípios mais latentes do segmento de distribuição de energia elétrica – a isonomia.**

#### Sobre a modernização do serviço das distribuidoras.

O setor elétrico depara-se com uma potencial transformação nos próximos anos, diante de uma acelerada abertura de mercado (atualmente apenas para consumidores de média e alta-tensão) e digitalização do serviço. Nesse cenário, as distribuidoras assumem papel relevante de prestação de novos serviços que devem ser autorizados e tratados pela regulação. **É importante destacar que todo e qualquer investimento feito com capital próprio das concessionárias (ou seja, aquele oriundo dos investidores) deve ser inteiramente remunerado através dos mecanismos regulatórios vigentes.** O serviço de energia elétrica precisa ser prestado com qualidade, consistência e confiabilidade, e, para tanto, os sinais tarifários ou de remuneração ao concessionário precisam estar evidentes.

**As discussões sobre modernização do setor e o novo papel da distribuidora, com separação das atividades de Distribuição e Comercialização, por exemplo, são sempre bem-vindas e necessárias, porém caso avancem, é necessário que mantenham o equilíbrio econômico e financeiro de cada atividade avaliada.** A tarifa do setor elétrico carrega um peso muito relevante de subsídios cruzados para renováveis, encargos, custo de todos os contratos legados e sobrecontratação ao consumidor cativo, entre outros aspectos. **Entretanto,**

entendemos que esse debate não deve ser conduzido durante o processo de renovação das concessões, dado a complexidade de operacionalização a posteriori.

#### Sobre a possibilidade de antecipar a renovação da concessão.

No processo de renovação dos contratos das distribuidoras, é importante abrir a possibilidade de antecipação do processo, sob prerrogativa do concessionário. Esse é um item de extrema relevância, uma vez que viabiliza o desfecho da discussão de forma conjunta, sem alongamento do assunto, removendo um risco tanto do concessionário, quanto do Poder Concedente. **A renovação da concessão de forma antecipada só virá, naturalmente, com condições que preservem os princípios da regulação do setor elétrico, alguns deles mencionados nessa contribuição.**

Com o desfecho desse processo, os agentes conseguem dedicar esforços para outras demandas, como a reforma do setor elétrico, que endereçaria diversos pontos que causam distorções na tarifa de energia elétrica, além de reafirmar a segurança jurídica desse mercado, atraindo mais investidores para desenvolvimento de novos projetos.

#### Sobre a captura de excedentes econômicos em transações de M&As.

Desde a década de 1990, quando houve a primeira onda de privatizações, o setor elétrico vem atravessando consolidações importantes, seja através de M&As bilaterais ou leilões regulados na B3. **Analisando apenas no que tange ao segmento de distribuição, as transações em sua maioria envolvem empresas deficitárias e que não honram com os indicadores de qualidade de fornecimento do serviço previstos em contrato. Dito isso, os movimentos de operadores privados foram oportunidades para melhorar a eficiência das concessões, investir na confiabilidade da rede, reduzindo tarifas ao consumidor no médio e longo-prazo.**

Ademais, é natural que em um setor de monopólio natural, como o de distribuição de energia, haja ganho de escala na operação de mais de uma concessão, através, por exemplo, de um único centro de serviço compartilhado. A *expertise* adquirida em combate à perdas, inadimplência, em controle de qualidade, realização de investimentos, e corte de custos, entre outros aspectos, através da operação de uma concessão, pode ser aplicada em outras com características similares.

**Os preços pagos em M&As históricos de distribuidoras de energia são discricionários, e convergem com o valor enxergado pelo comprador do ativo (com premissas inacessíveis ao mercado). Desse modo, o múltiplo implícito na negociação não**

**representa algo material, e sim uma expectativa de resultado por parte do mercado.** Nesse processo, cada analista possui uma premissa que leva a eventual geração ou destruição de valor, e as variáveis são diversas. **Dessa forma, é difícil chegar a uma conclusão de *valuation* clara e objetiva para se impor qualquer proposta de contrapartida no processo em questão.**

O Poder Concedente, entre outras atribuições, possui o dever de garantir os instrumentos necessários aos concessionários para que entreguem um serviço de qualidade ao consumidor. Nesse contexto, a prestação adequada da atividade de distribuição, com o máximo de qualidade e eficiência possível, é de interesse mútuo do Poder Concedente e concessionário. **Uma eventual captura de excedentes em transações bilaterais no setor inibiria um movimento de consolidação que trouxe benefícios à população brasileira no passado.** A ANEEL possui instrumentos para solicitar a troca de controle e, no limite, recomendar a caducidade da concessão ao Ministério de Minas e Energia – porém, existem diversos casos de concessionárias mal operadas que não chegam a esse ponto, mas que são vendidas para algum player com capacidade de entregar um excelente serviço.

Por fim, vale ressaltar que qualquer proposta de captura de possíveis excedentes desse item caracteriza interferência em negociação entre entidades privadas, não sendo objeto de terceiros fora do processo negocial. O componente de preço pago em M&As é subjetivo e é responsabilidade do comprador, sendo que a tarifa refletirá o investimento à disposição do consumidor.

#### Sobre a alocação de risco entre Poder Concedente e Concessionário.

A correta alocação de risco entre Poder Concedente e Concessionário é de severa importância para o equilíbrio econômico-financeiro da concessão, sendo necessário estar previsto de forma adequada e detalhada em contrato. **Com diversas transformações no setor elétrico nos últimos anos, as distribuidoras têm arcado com inúmeros custos que não deveriam ser de sua responsabilidade.** Um exemplo disso é o crescimento gigante da Geração Distribuída, que já soma mais de 25 GW de capacidade instalada no Brasil – as concessionárias estão arcando com déficits relevantes na Parcela B oriundos dos pedidos de conexão realizados antes do *deadline* estabelecido pela Lei 14.300/2022, o Marco Legal da Geração Distribuída.

#### Sobre as cláusulas de sustentabilidade econômico-financeira no novo contrato.

Sobre a questão trazida para se avaliar a sustentabilidade econômica e financeira das distribuidoras, é de suma importância que se aproxime de conceitos utilizados no mercado. Nesse sentido, trazemos

três pontos que entendemos serem essenciais: i) não considerar na avaliação efeitos não-recorrentes, ii) buscar aproximar na avaliação os efeitos de dívida obtida com o resultado, em termos de EBITDA das distribuidoras e iii) estabelecer um período de "cura" antes da determinação da realização de aporte de capital.

**A preservação do adequado ambiente de negócios no setor elétrico é de extrema importância para o contínuo desenvolvimento de infraestrutura e atração de capital privado. A Brasil Capital, investidora nesse mercado há 15 anos, defende com rigor os critérios de isonomia, segurança jurídica, respeito aos contratos e manutenção da sustentabilidade econômico-financeira das concessões, como sendo itens básicos para o relacionamento de longo-prazo. Qualquer proposta que vá em encontro desses princípios, e logo contra o que acreditamos para os nossos investimentos, ensejará em desinvestimentos do capital investido no setor de energia elétrica.**

Ficamos abertos para demais esclarecimentos, e esperamos que o processo seja conduzido da maneira mais transparente e justa possível, de acordo com os princípios do setor elétrico, a fim de evitar disrupções significativas na prestação do serviço e manter um ambiente atrativo para investimentos.

**Equipe Brasil Capital**