



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**Emissão de Debêntures Incentivas como  
Alternativa para a Infraestrutura no Setor  
Elétrico.**

**Osiane Kraieski de Assunção**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS**

**DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

**Curso de Especialização em Políticas Públicas e Gestão  
Governamental nos Setores Energético e Mineral**

**Rio de Janeiro, junho de 2017.**



**Osiane Kraieski de Assunção**

**Emissão de Debêntures Incentivas como Alternativa para a  
Infraestrutura no Setor Elétrico.**

**Trabalho de Conclusão de Curso**

Trabalho de Conclusão de Curso de Especialização em Políticas Públicas e Gestão Governamental nos Setores Energético e Mineral, apresentada ao programa de pós-graduação lato sensu em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental nos Setores Energético e Mineral.

Orientador: Luiz Eduardo Teixeira Brandão

Rio de Janeiro, junho de 2017.

“Se não podes entender, crê para que entendas. A  
fé precede, o intelecto segue”  
(Santo Agostinho)

## **Agradecimentos**

Agradeço a Deus por ter me dado saúde e força para superar as dificuldades.

Ao corpo docente desta universidade que forneceram a base teórica necessária para a realização deste trabalho.

Ao meu orientador, pelo suporte no pouco tempo que lhe coube, pelas suas correções e incentivos.

Aos meus pais, meu namorado e minha família, pelo amor, incentivo e apoio incondicional.

E a todos que direta ou indiretamente fizeram parte da minha formação, o meu muito obrigada.

## Resumo

Assunção, Osiane Kraieski de. Luiz Eduardo Teixeira Brandão. Emissão de Debêntures Incentivas como Alternativa para a Infraestrutura no Setor Elétrico. Rio de Janeiro, 2017. Número de páginas p. Trabalho de Conclusão de Curso - Curso de Especialização em Políticas Públicas e Gestão Governamental nos Setores Energético e Mineral – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Com o agravamento da crise no segundo semestre de 2008, houve uma alteração nas características de financiamento das empresas brasileiras, ocasionado pela redução de rentabilidade, forçando a ampliação da participação do BNDES no financiamento do crédito. Como alternativa para financiamento de obras dos principais setores da economia, foi criada a debênture incentivada, que prevê alíquota zero para o imposto de Renda para pessoas físicas. Este trabalho apresenta uma análise quantitativa da aprovação dos projetos do setor de energia elétrica como prioritários, condição obrigatória para emissão das debêntures incentivadas, e propõe melhorias nos procedimentos utilizados para aprovação, de forma a diminuir o tempo necessário para análise do Departamento de Concessões, Permissões e Autorizações do Ministério de Minas e Energia e edição de Portaria ministerial.

Palavras-chave: Debêntures incentivadas. Projetos prioritários. Financiamento do setor elétrico. Investimento. Recursos financeiros.

## ABSTRACT

Assunção, Osiane Kraieski de. Luiz Eduardo Teixeira Brandão. Emissão de Debêntures Incentivas como Alternativa para a Infraestrutura no Setor Elétrico. Rio de Janeiro, 2017. Número de páginas p. Trabalho de Conclusão de Curso - Curso de Especialização em Políticas Públicas e Gestão Governamental nos Setores Energético e Mineral – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

With the worsening of the crisis in the second half of 2008, there was a change in the financing characteristics of Brazilian companies, caused by a reduction in profitability, forcing BNDES to increase credit financing. As an alternative to financing of the main sectors of the economy, incentive debenture was created, which provides zero tax rate Income Tax for individuals. This paper presents a quantitative analysis of the approval of projects in the electric energy sector as a priority, a mandatory condition for the issuance of incentive debentures, and proposes improvements in the procedures used for approval, in order to reduce the time required for analysis by the Department of Concessions, Permits And Authorizations of the Ministry of Mines and Energy and edition of Ministerial Orders.

Keywords: Debenture. Priority projects. Funding of the electric sector. Investment. Financial resources.

## Sumário

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. Descrição do Problema .....</b>   | <b>8</b>  |
| <b>2. Introdução.....</b>   | <b>10</b> |
| <b>3. Histórico do Investimento no Setor Elétrico Brasileiro e a Participação do BNDES .....</b>                    | <b>14</b> |
| <b>4. Debêntures .....</b>  | <b>25</b> |
| 4.1. CONCEITO .....   | 25        |
| 4.2. HISTÓRICO .....  | 26        |
| 4.3. DEBÊNTURES INCENTIVADAS .....  | 29        |
| 4.4. PROCEDIMENTO PARA EMISSÃO DE DEBÊNTURES .....  | 31        |
| <b>5. Aprovação de Projetos como Prioritários nos Termos da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. ....</b>         | <b>34</b> |
| 5.1. PROPOSTA DE MELHORIAS PARA O PROCEDIMENTO DE APROVAÇÃO DE PROJETOS DO SETOR DE ENERGIA COMO PRIORITÁRIOS. .... | 39        |
| 5.1.1. POSSIBILITAR O REQUERIMENTO DE APROVAÇÃO DE PROJETOS COMO PRIORITÁRIO PELA HOLDING .....                     | 39        |
| 5.1.2. APROVAÇÃO DO PROJETO COMO PRIORITÁRIO CONCOMITANTE A OUTORGA DO EMPREENDIMENTO. ....                         | 40        |
| <b>6. Conclusão .....</b>   | <b>42</b> |
| <b>7. Bibliografia .....</b>  | <b>44</b> |

## Índice de Tabelas

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1- Evolução na Capacidade Total Instalada do Parque Gerador Brasileiro (1952 – 1962).....  | 15 |
| Tabela 3 - Evolução na Participação dos Investimentos Realizados pelo BNDES .....   | 15 |
| Tabela 5 – Evolução das Condições Fornecidas pelo BNDES na Concessão de Crédito. ....   | 23 |
| Tabela 6 – Graus de Confiabilidade de Crédito.....  | 28 |
| Tabela 7 – Volume de Debêntures Negociado no Mercado Secundário .....   | 31 |
| Tabela 8 – Quantidade de Requerimentos para Aprovação de Projetos de Distribuição, Transmissão e Geração de Energia Elétrica como Prioritários..... | 35 |
| Tabela 9 – Quantidade de Projetos Aprovados como Prioritários.....  | 35 |
| Tabela 10 – Quantidade Média de Tempo Utilizado na Análise de Aprovação de Projeto como Prioritário.....  | 36 |
| Tabela 11 – Quantidade Média de Tempo Utilizado na Análise de Aprovação de Projeto como Prioritário.....  | 37 |
| Tabela 12 – Quantidade Média de Tempo Utilizado na Análise de Aprovação de Projeto como Prioritário.....  | 37 |
| Tabela 13– Exemplo de Emissão de Debêntures Incentivada pela <i>holding</i> . ....  | 38 |
| tabela 14– Quantidade de Portarias Editadas Referentes a Projetos de Transmissão e Geração de Energia Elétrica Aprovados como Prioritários. ....    | 40 |

## Índice de Gráficos

|  |    |
|--|----|
| Gráfico 1 - Investimentos na Indústria e na Infraestrutura .....                         | 10 |
| Gráfico 2 - Taxas Anuais de Remuneração do Setor Elétrico (1947 – 1987). ....            | 18 |
| Gráfico 3 - Capacidade de Autofinanciamento e Investimentos. ....                        | 19 |
| Gráfico 4 - Propriedade dos Ativos do Setor Eletroenergético em 1993.....                | 20 |
| Gráfico 5 - Financiamento do BNDES em Bilhões de R\$ .....                               | 22 |
| Gráfico 6 - Número de Operação Negociadas de Dezembro de 2014 a Dezembro de 2016.....    | 30 |
| Gráfico 7 – Volume de Debêntures Negociadas de Dezembro de 2014 a Dezembro de 2016. .... | 30 |
| Gráfico 8 - Debêntures Incentivadas – 2012 a 2016 (Volume R\$ Milhões) .....             | 31 |

## **1. Descrição do Problema**

Desde a sua criação, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES foi fundamental na implementação das políticas públicas governamentais, fornecendo condições para o financiamento de importantes obras estruturantes no setor eletroenergético.

Tendo em vista a perspectiva de crescimento econômico na primeira década do século XXI, fez necessário buscar formas alternativas de investimento na infraestrutura, considerando a participação privada no financiamento de projetos de longo prazo. Acrescenta-se a escassez dos recursos públicos e a incapacidade de o BNDES continuar como principal fomentador dos recursos utilizados nos investimentos na infraestrutura.

Para atender a necessidade crescente de financiamento no setor de infraestrutura e com a incapacidade de continuidade de financiamento da maior parte dos investimentos pela BNDES, o Governo Federal editou a Medida Provisória nº 517, de 2010, que possibilitou a emissão de debêntures incentivadas para captar recursos que viabilizem a implementação de projetos de investimento na área de infraestrutura.

O Departamento de Outorgas de Concessões, Permissões e Autorizações (DOC) do Ministério de Minas e Energia é responsável pelo enquadramento dos projetos de infraestrutura de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica como prioritários, nos termos do Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016, que regulamentou as condições para aprovação dos projetos como prioritários na área de infraestrutura, para efeito do art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011.

A aprovação de projetos de infraestrutura como prioritário, nos termos do Decreto nº 8.874, de 2016, é condição obrigatória para a emissão de debênture pelo agente setorial interessado.

O objetivo deste trabalho é apresentar uma análise acerca da aprovação de projetos como prioritários, passo indispensável para emissão de debêntures incentivadas utilizadas para o financiamento de obras nos setores de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, desde a edição da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, tendo em vista o elevado número de projetos aprovados como prioritários pelo DOC.



Para exemplificar o montante de trabalho realizado pelo Departamento, apenas no ano de 2015 foram editadas pelo Ministério de Minas e Energia 189 Portarias de aprovação de projetos de investimento em infraestrutura nas áreas de transmissão e geração de energia elétrica como prioritários, para fins do art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011.

O tempo médio de análise dos processos de aprovação de empreendimentos de transmissão e geração de energia elétrica como prioritários foi superior a 100 dias. Esse período foi contabilizado entre o recebimento do requerimento de aprovação encaminhado pela empresa titular do projeto e a data de edição da Portaria no Diário Oficial da União.

Entretanto, aproximadamente 10 emissões de debêntures incentivadas foram realizadas pelas empresas titulares de projetos de infraestrutura, ou seja, apenas 5% da aprovação de projetos de infraestrutura como prioritários no ano de 2015 se efetivaram no real objetivo da Lei nº 12.431, de 2011.

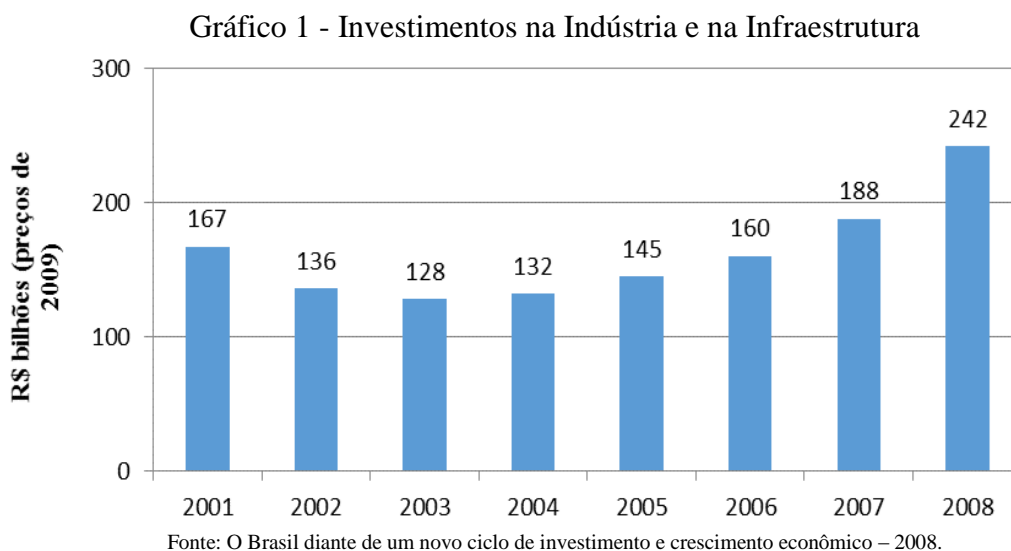
O objetivo deste trabalho é apresentar uma análise quantitativa da aprovação dos projetos do setor de energia elétrica como prioritários, e propor melhorias nos procedimentos utilizados para aprovação, de forma a diminuir o tempo necessário para análise e edição de Portaria ministerial.

Por essa razão, serão apresentados o contexto histórico do financiamento de obras no setor elétrico, o surgimento e características das debêntures e o procedimento de aprovação de projetos prioritários realizado pelo Departamento de Concessões, Permissões e Autorizações do Ministério de Minas e Energia.

## 2. Introdução

O Brasil viveu entre os anos de 2004 e 2008 um cenário de forte crescimento nos investimentos, favorecido pelo fortalecimento da situação macroeconômica que apresentava queda das taxas de juros e do endividamento público e inflação decrescente.

O estudo "O Brasil diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico", elaborado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, apresentava uma expectativa de investimentos da ordem de R\$ 1.324,00 bilhões (um mil trezentos e vinte e quatro bilhões de reais) no período de 2010 a 2013.



Adicionalmente, o estudo aponta que, com o agravamento da crise internacional, a qual teve início no ano de 2008 e culminou com a quebra do Banco Lehman Brothers, houve uma abrupta interrupção de investimentos no Brasil num período em que havia a expectativa expansão de projetos ambiciosos. Além disso, o Estudo afirma que: *“as incertezas quanto ao alcance e à duração da crise agravaram a retração dos investimentos. Foram mais atingidos os setores exportadores que haviam liderado a fase inicial do ciclo. O crédito continuou a se expandir, mas basicamente por conta da atuação dos bancos públicos. O mercado de capitais, no entanto, teve forte retração”*.

Com o agravamento da crise no segundo semestre de 2008, houve uma alteração nas características de financiamento das empresas brasileiras, ocasionado pela redução de rentabilidade, forçando a ampliação da participação

do BNDES no financiamento do crédito, elevando sua participação em aproximadamente 40% das fontes de financiamento de projetos de investimentos.

Em 2010, aproximadamente 90% do crédito utilizado para financiamento das obras de infraestrutura, com vencimento superior a cinco anos, eram lastreadas em contratos com banco públicos, no qual a participação do BNDES era de aproximadamente 62%.

Segundo a Exposição de Motivos da Medida Provisória (MPV) nº 517, de 2010, *“o próprio mercado de capitais, que poderia atuar como fonte de funding complementar ao financiamento de tais projetos, apresenta uma captação primária não tão expressiva, girando em torno de 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) a três por cento do Produto Interno Bruto - PIB, e com um mercado de títulos de dívida eminentemente concentrado em operações de curto e médio prazo e indexadas a índices de juros de curtíssimo prazo, como os Depósitos Interbancários - DI e a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC. Analisada uma amostra das emissões de debêntures oriundas de ofertas públicas e de letras financeiras, respectivamente, nos períodos de Janeiro de 2009 a Setembro de 2010 e de Abril de 2010 a Outubro de 2010, constata-se que apenas 6,54% (seis inteiros e cinquenta e quatro centésimos por cento) das emissões de debêntures apresentavam prazo superior a oito anos e não vinculação com o índice DI ou a taxa SELIC. No caso das letras financeiras, nenhuma das emissões analisadas apresentava prazo superior a oito anos”*.

Dada a incapacidade dos bancos públicos e do Governo financiar exclusivamente os investimentos de infraestrutura, foi necessária a adoção de medidas que propiciassem o desenvolvimento de um sistema de financiamento privado de obras de infraestrutura que tivesse como característica a atratividade do mercado primário, rentabilidade esperada e segurança, mas também no desenvolvimento do mercado secundário de negociação de tais títulos, criando os alicerces para o surgimento de um mercado de financiamento privado de longo prazo.

Em 30 de dezembro de 2010, foi editada a Medida Provisória (MPV) nº 517, que segundo Exposição de Motivos, tem como um de seus objetivos: *“viabilizar a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo. Importa destacar que embora seja louvável a constatação de que o Brasil apresenta boas perspectivas de crescimento econômico, é necessário*

*reconhecer que a convalidação destas perspectivas demanda a construção de uma nova base de financiamento para os projetos de maior maturação, o que perpassa pela maior participação da iniciativa privada como fonte complementar de funding”.*

A MPV nº 517, de 2010, foi convertida na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, que possibilitou a emissão de debêntures incentivadas, emitidas por Sociedade de Propósito Específico - SPE, constituídas sob a forma de sociedade por ações, com o objetivo de captar recursos que viabilizem a implementação de projetos de investimento na área de infraestrutura, considerados como prioritários pelo Poder Executivo.

Em 9 de novembro de 2011, foi editado o Decreto nº 7.603, que regulamentou as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, e deu outras providências.

A Portaria MME nº 47, de 6 de fevereiro de 2012, definiu os procedimentos para o enquadramento de projetos no setor de energia elétrica como prioritários, que tenham participado de licitação por meio de leilões, cujas SPE poderão emitir as debêntures nas condições estabelecidas pelo Decreto nº 7.603, de 2011.

A Lei nº 12.844, de 19 de julho de 2013, alterou o §1º-A do art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, estendendo os benefícios fiscais aos adquirentes de debêntures emitidas por Sociedade de Propósito Específico - SPE para concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária, constituídas sob a forma de sociedade por ações, dentre outros fins, para implementar projetos de investimento em infraestrutura considerados como prioritários

A Portaria MME nº 182, de 11 de maio de 2016, definiu e revisou os procedimentos para enquadramento de projetos no setor de energia elétrica como prioritários, ao tempo em que revogou a Portaria MME nº 47, de 6 de fevereiro de 2012.

A Portaria MME nº 237, de 9 de junho de 2016, definiu as condições e o procedimento para o enquadramento de projetos de distribuição de energia elétrica como prioritários, para fins do art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011.

Em 11 de outubro de 2016, foi editado o Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016, que regulamentou as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e revogou o Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011.

Em 26 de outubro de 2016, foram publicadas no Diário Oficial da União (DOU) as Portarias MME nº 505 e 506, de 24 de outubro de 2016, que revogaram respectivamente as Portarias MME nº 237, de 2016, e 182, de 2016, tendo em vista as alterações introduzidas pelo Decreto nº 8.874, de 2016.

### **3. Histórico do investimento no Setor Elétrico Brasileiro e a participação do BNDES**

No governo de Juscelino Kubitschek, foi utilizada uma estratégia acelerada de desenvolvimento econômico conhecido como “cinquenta anos em cinco”, que incluía a promoção do crescimento do setor eletroenergético brasileiro. Neste período, foram criadas a maior parte das companhias de energia elétrica, em sua maioria, sociedades de economia mista controladas pelos governos federal e estadual.

O sistema elétrico brasileiro apresentava pontos de restrição elétrica e energética, que limitavam a instalação e a modernização de indústria, reduzindo o ritmo da expansão econômica. Diante deste cenário, o governo utilizou estudos da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos para o Desenvolvimento Econômico (CMBEU)<sup>1</sup>, do Plano Nacional de Eletrificação do governo Vargas, da Comissão Econômica Para América Latina e Caribe (Cepal) e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para a implantação do novo projeto de desenvolvimento.

Cabe registrar que o BNDES é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 1.628, de 20 de junho de 1952, com o objetivo de administrar os recursos do Fundo de Reparelhamento Econômico (FRE), formado com recursos fiscais captados por um empréstimo compulsório dos contribuintes do Imposto de Renda e por empréstimos contraídos no exterior. O FRE foi a principal fonte de recursos para implantação do Programa de Reparelhamento Econômico<sup>2</sup>, criado pelo governo em 1951.

Houve grande sucesso na implantação das metas apresentadas no programa, principalmente as relacionadas a ampliação da oferta de energia

---

<sup>1</sup> Comissão controlada pelo Ministério da Fazenda em 1951, integrada por técnicos brasileiros e norte-americanos, com o objetivo de financiar o programa de reparelhamento dos setores de infraestrutura da economia brasileira. Os principais trabalhos da comissão eram sobre os aspectos técnicos e legais para a implantação de projetos prioritários nos setores de energia e transporte. Um dos resultados dos trabalhos da comissão foi a criação do BNDES, na época, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), com a finalidade de administrar e financiar os investimentos necessários a implementação dos projetos.

<sup>2</sup> Plano econômico aprovado pela Lei nº 1.474, de 26 de novembro de 1951, que criou também o Fundo de Reparelhamento Econômico. Tornou-se conhecido com o nome de

elétrica, que teve 46,3% dos recursos financeiros necessários à ampliação da capacidade instalada, aproximadamente 2.000 MW entre 1956 e 1961, financiados pelo BNDES, como mostra a tabela abaixo.

Tabela 1- Evolução na capacidade total instalada do parque gerador brasileiro (1952 – 1962)

| <i>Ano</i>     | <i>Capacidade Total Instalada (MW)</i> |
|----------------|--|
| <b>1952-54</b> | 2.806,00                               |
| <b>1955</b>    | 3.149,00                               |
| <b>1956</b>    | 3.550,50                               |
| <b>1957</b>    | 3.767,90                               |
| <b>1958</b>    | 3.993,60                               |
| <b>1959</b>    | 4.115,70                               |
| <b>1960</b>    | 4.800,60                               |
| <b>1961</b>    | 5.205,70                               |
| <b>1962</b>    | 5.729,30                               |

Fonte: BNDES, Décima Primeira exibição sobre o Programa de Reaparelhamento Econômico, 1963 e CNAEE.

A tabela abaixo apresenta a evolução na participação dos investimentos realizados pelo BNDES entre os anos de 1952 e 1962. No primeiro ano, a participação do banco no acréscimo anual da capacidade instalada foi de 6,3%, enquanto que no ano de 1962, a participação foi de 95,9%.

Tabela 2 - Evolução na participação dos investimentos realizados pelo BNDES

| <i>Ano</i>     | <i>Participação do BNDES (MW)</i> | <i>Participação do BNDES (%)</i> |
|----------------|-----------------------------------|----------------------------------|
| <b>1952-54</b> | 865,5                             | -                                |
| <b>1955</b>    | 343                               | 6,30                             |
| <b>1956</b>    | 401,5                             | 13,40                            |
| <b>1957</b>    | 217,4                             | 46,90                            |
| <b>1958</b>    | 225,7                             | 36,20                            |
| <b>1959</b>    | 122,1                             | 59,40                            |
| <b>1960</b>    | 684,9                             | 75,20                            |
| <b>1961</b>    | 405,1                             | 31,20                            |
| <b>1962</b>    | 523,6                             | 95,90                            |
| <b>1955-62</b> | <b>2923,3</b>                     | <b>50,50</b>                     |
| <b>1956-60</b> | 1651,6                            | 50,00                            |
| <b>1956-61</b> | <b>2056,7</b>                     | <b>46,30</b>                     |

Fonte: BNDES, Décima Primeira exibição sobre o Programa de Reaparelhamento Econômico, 1963 e CNAEE.

Plano Lafer por ter sido preparado durante a gestão de Horácio Lafer no Ministério da Fazenda.

O período foi marcado pela implantação de diversas Usinas Hidrelétricas, entre elas Paulo Afonso II (443 MW), Três Marias (396 MW) e Jurumirim (100 MW), as Usinas Termelétricas Sobral e Charqueadas, ampliação de redes de distribuição nos Estados de Minas Gerais, Rio Grande do Norte, Sergipe, Santa Catarina, e construção de aproximadamente 6 mil quilômetros de Linhas de Transmissão.

O primeiro financiamento no setor de energia elétrica realizado pelo BNDES ocorreu em 1954, no acordo firmado com governo do Estado do Espírito Santo para a construção da Usina Hidrelétrica de Rio Bonito, que previu a criação de empresa para gerar e distribuir energia elétrica no estado, a Espírito Santo Centrais Elétricas S.A. (Escelsa), que em 1995 foi privatizada.

O BNDES teve papel fundamental no desenvolvimento do setor energético no período, tendo em vista que o modelo criado para crescimento econômico era baseado em na participação sólida do Estado. Nesse contexto, a constituição do BNDES, cujo principal objetivo é financiar por longo prazo a realização de investimentos em todos os segmentos da economia, de âmbito social, regional e ambiental, criou condições para compor o *funding* dos projetos de reaparelhamento da infraestrutura.

A participação do BNDES não se limitava ao financiamento direto dos projetos de infraestrutura, o banco também aportava as garantias necessárias para a obtenção de crédito de instituições estrangeiras, indispensáveis principalmente para a importação dos equipamentos imperativos à implantação dos projetos de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica.

O modelo implantado de planejamento, regulação, operação do setor elétrico nas décadas de 50 e 60, vigoraram em quase sua totalidade até a década de 90. A principal instituição criada no período foi a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras), sociedade de economia mista criada em 1962, sob controle acionário do Governo Federal brasileiro, que atua como uma holding de empresas divididas em geração, transmissão e distribuição.

A Eletrobras realizava o papel de implementação das políticas públicas na área energética, na construção, operação e manutenção sistema eletroenergético brasileiro, e tinha especial participação na administração dos recursos financeiros, inclusive do empréstimo compulsório vigente a partir de



1964 destinado às obras de expansão do setor, que era inicialmente administrado pelo BNDES.

A criação das empresas estatais contribuiu para o fortalecimento do setor eletroenergético, que passou a depender menos dos financiamentos do BNDES no final da década de 60 e passou a ser custeado principalmente pelo capital interno das empresas e por empréstimos do exterior.

Na década seguinte houve um aperfeiçoamento da legislação referente a remuneração tarifária das concessões. A promulgação da Lei nº 5.655, de 20 de maio de 1971, garantiu a remuneração de 10% a 12% do capital investido no projeto a ser ressarcido via tarifa. Essa remuneração possibilitou que as empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica pudessem ter seu equilíbrio econômico financeiro, garantindo a prestação adequada do serviço através das manutenções e expansões necessárias.

Para maior robustez na manutenção econômico-financeira das empresas, a partir de 1971, a Reserva Global de Reversão (RGR), criada em 1957, passou a ser administrada pela Eletrobras, que repassada as concessionárias, por meio de empréstimos, que eram usados na manutenção e expansão dos sistemas.

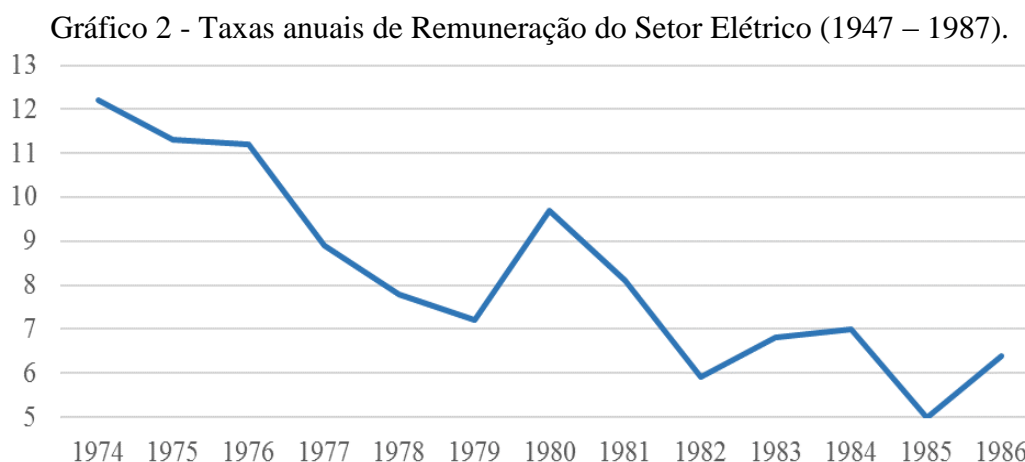
Além disso, eram utilizados os recursos proveniente do Imposto Único sobre Energia Elétrica (IUEE), criado pela Lei nº 2.308, de 31 de agosto, cobrado sobre o consumo de energia elétrica, em que 40% repassado à União, e o restante era repassado aos Estados e Municípios através das empresas públicas.

Adicionalmente, em 1977, o Empréstimo Compulsório, *“instituído com o objetivo de expandir e melhorar o setor elétrico brasileiro, foi cobrado e recolhido dos consumidores industriais com consumo mensal igual ou superior a 2000kwh, através das “contas de luz” emitidas pelas empresas distribuidoras de energia elétrica”*, passou a ser escriturado pela Eletrobras e teve vigência até 1993. (Centrais Elétricas Brasileira, 2017).

A base financeira criada pelo governo, formada pelos empréstimos no exterior, encargos e impostos, deu suporte aos investimentos necessários à expansão do setor eletroenergético. Entre o início da década de 50 e o final da década de 70, a matriz energética passou de aproximadamente 1.300 MW para mais de 30.000 MW. O setor de eletroenergético brasileiro se mostrou competitivo e atrativo aos investimentos.

Entretanto, a partir do final da década de 70, as empresas estatais passaram por dificuldades financeiras causadas principalmente pela forçada redução das tarifas de energia elétrica pelo governo como tentativa para conter o crescimento da inflação.

O governo, na tentativa de criar uma isonomia nas tarifas de energia elétrica entre empresas mais e menos eficientes, criou subsídios cruzados, fazendo com que as empresas mais eficientes tivessem seus ganhos de produtividade transferidos para as empresas com eficiência reduzida. As tarifas já não eram suficientes para atender as necessidades das empresas e a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro e as taxas de remuneração do setor despencaram, como mostra o gráfico abaixo.

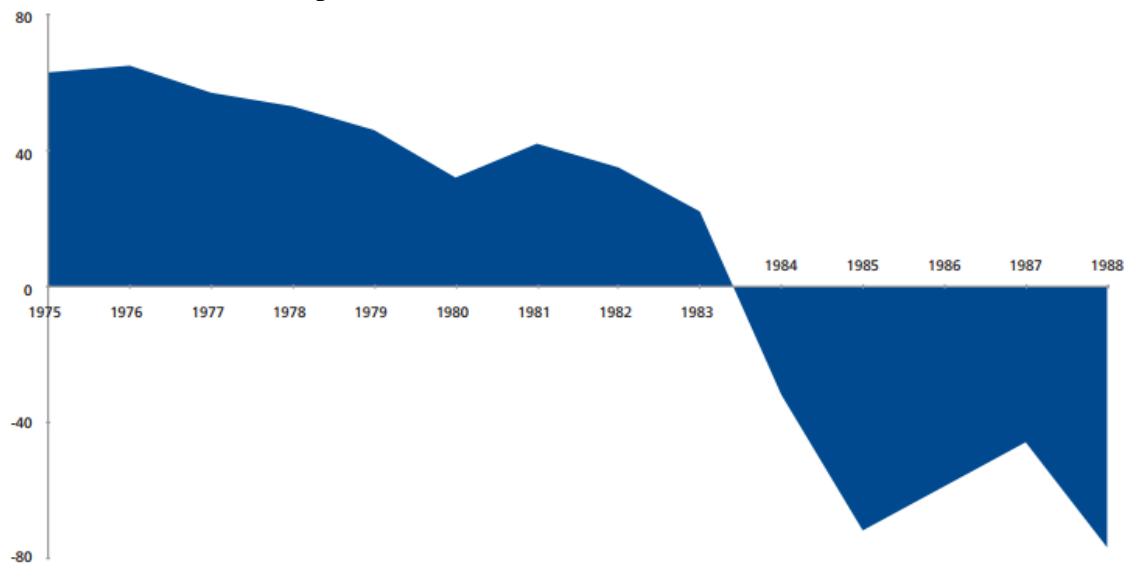


Fonte: Reforma e crise do setor elétrico no período FHC

As empresas estatais se encontravam endividadadas, principalmente em moeda estrangeira. Além disso, houve uma redução no crédito nacional e internacional, comprometendo a manutenção e expansão do sistema. Agravando a situação, grandes obras como as Usinas Paulo Afonso IV, Tucuruí, Sobradinho e Itumbiara, que demandavam elevados investimentos, estavam em fase de implantação.

Para sintetizar a reversão do quadro de financiamento setorial, de superavitário para deficitário, entre os anos 1970 e 1980, basta verificar a relação entre a capacidade de autofinanciamento e investimentos ilustrada no gráfico abaixo. (BNDES, 2012).

Gráfico 3 - Capacidade de autofinanciamento e investimentos.



Fonte: Araújo e Oliveira (2005).

Na tentativa do controle da dívida, o Conselho Monetário Nacional (CMN) editou diversas normas na segunda metade da década de 80, as quais praticamente acabaram com o financiamento interno de obras do setor elétrico. Agravado com a promulgação da Constituição Federal em 1988, que eliminou o UIEE como fonte de financiamento do setor.

Em 4 de março de 1993, foi sancionada a Lei nº 8.631, que encerrou a equalização da tarifa de energia elétrica e à remuneração garantida. Entretanto esta Lei não foi suficiente para sanar o desequilíbrio econômico-financeiro em que se encontram as empresas do setor, tendo em vista seu alto grau de endividamento, sendo insuficiente para expansão do sistema elétrico.

Com o objetivo de atrair investimentos para a expansão o setor eletroenergético brasileiro através da competição, foi criado na década de 90 o Projeto de Reestruturação do Setor Elétrico Brasileiro (RE-SEB). As principais conclusões do projeto foram a necessidade de desverticalização das empresas de energia elétrica; incentivar a competição na geração e comercialização, e manter sob regulação os setores de distribuição e transmissão de energia elétrica, considerados como monopólios naturais, sob regulação do Estado. (Câmara de Comercialização de Energia Elétrica, 2017).

A Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, revogada pela Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997, criou o Programa Nacional de Desestatização (PND) com os seguintes objetivos:

I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público;

II - contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e da redução da dívida pública líquida;

III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;

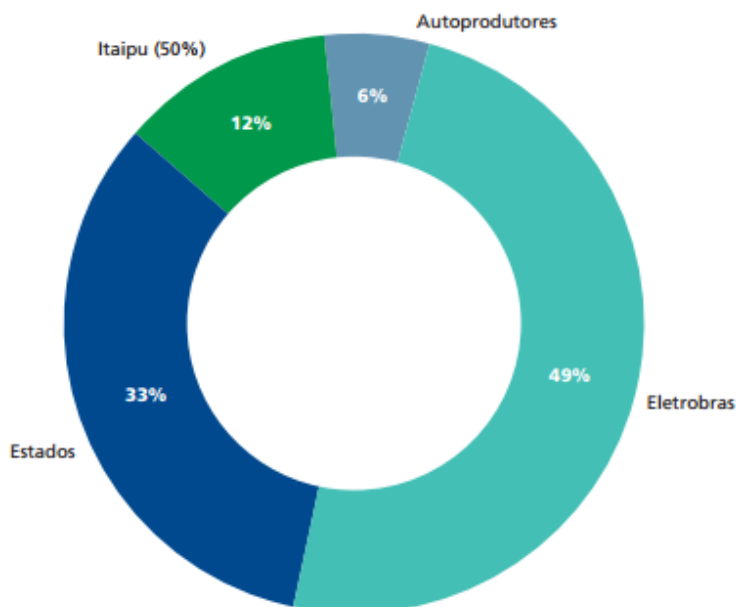
IV - contribuir para a reestruturação econômica do setor privado, especialmente para a modernização da infraestrutura e do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia, inclusive através da concessão de crédito;

V - permitir que a Administração Pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais;

VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrarem o Programa.

O gráfico abaixo mostra que 49% dos ativos do setor eletro energético eram de propriedade das subsidiárias da Eletrobras, 33% pertenciam aos Estados, Itaipu correspondia a 12% dos ativos e apenas 6% eram autoprodutores.

Gráfico 4 - Propriedade dos Ativos do Setor Eletroenergético em 1993.



Fonte: Araújo e Oliveira (2005).

Apesar de a Lei ter sido editada em 1990, as desestatizações só foram iniciadas em 1995, começando com a desverticalização das empresas do setor e a privatização da Escelsa.

No âmbito do PND e do Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal de cada estado, o BNDES atuou como financiador nas modalidades: (i) adiantamento de recursos aos estados da federação, que entre 1996 e 1998, no valor de R\$ 898,4 milhões, a ser pago com as receitas das privatizações; e (ii) financiamento aos adquirentes nos leilões de privatização, totalizou R\$ 5,7 bilhões, a serem pagos pelos acionistas das concessionárias privatizadas ou pelos funcionários das estatais que participaram do leilão de privatização. (BNDES, 2012).

A participação do BNDES no financiamento do setor eletroenergético brasileiro voltou a crescer após as privatizações.

Durante o processo de privatização, empresas estrangeiras reduziam os riscos referentes a variação cambial contratando financiamento no Brasil em moeda local, com o BNDES, ou seja, foi usado como uma espécie de “hedge de regulação”, uma maneira de compartilhar os riscos de mudanças nas regras com o próprio governo. (Underman, 2011).

Entretanto, as modificações estruturais do setor não foram suficientes para a inserção da iniciativa privada, não houve expansão da matriz energética suficiente, culminando no racionamento de energia elétrica no ano de 2001.

Um dos principais motivos para o não investimento privado foi a sequência inversa adotada pelo Brasil nas reformas. As privatizações iniciaram antes da completa reestrutura das organizações setoriais e dos normativos legais, o que trouxe insegurança para os investidores.

Diante do cenário de racionamento, aproximadamente 20% do consumo de energia teve que ser reduzido, o BNDES alterou os procedimentos operacionais para redução dos prazos de análise e contratação, além de propor a emissão de debêntures para compor o *funding* de projetos de energia elétrica.

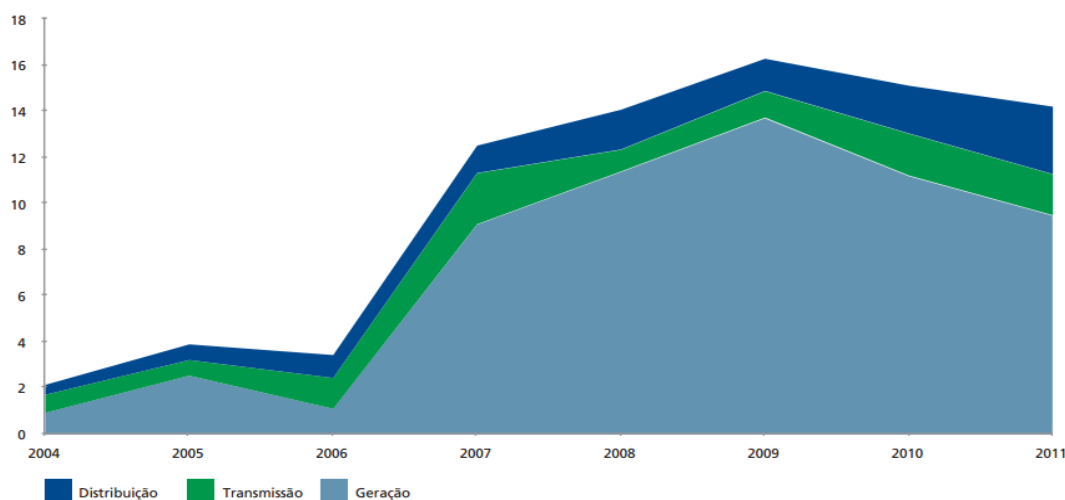
Com a necessidade de incluir novas fontes para compor a matriz energética, o BNDES lançou em 2001 o Programa de Apoio à Cogeração de Energia Elétrica a Partir de Resíduos de Cana-de-Açúcar, em que foram implantados aproximadamente 770 MW distribuídos em 22 projetos, além de participação no *funding* de projetos de gás natural.

Em dezembro de 2002, a carteira total de projetos do BNDES no setor elétrico somava R\$ 19,4 bilhões, o que representa investimentos de R\$ 31,1

bilhões em geração (102 projetos, 17.506 MW de capacidade instalada), transmissão (seis projetos, 4.147 quilômetros de linhas) e distribuição (dezenove projetos). (BNDES, 2012).

Além disso, o BNDES criou o Programa Emergencial MAE, com o objetivo de cobrir a insuficiência de recursos das empresas para a compra de energia elétrica no mercado de curto prazo. (BNDES, 2012).

Gráfico 5- Financiamento do BNDES em Bilhões de R\$



Fonte: BNDES (consolidação até 30/12/2011).

Em 2004, houve a implantação do Novo Marco Regulatório, com foco na modicidade tarifária e incentivo ao investimento suficiente para garantir a segurança do sistema, que promoveu a retomada dos investimentos das estatais e privado, sendo o BNDES o principal financiador da expansão, como mostra o gráfico acima.

A tabela abaixo apresenta a evolução nas condições fornecidas aos investidores nos financiamentos oferecidos pelo BNDES entre os anos de 2003 a 2008. Destaca-se o aumento na participação máxima do BNDES de 70% para 80% nos itens financiáveis, além da utilização de 100% da TJLP<sup>3</sup>, o prazo de amortização de 14 para 16 anos.

<sup>3</sup> A Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP foi instituída em 1994, sendo definida como o custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES. A Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP tem período de vigência de um trimestre-calendário e é calculada a partir dos seguintes parâmetros: (i) meta de inflação calculada *pro rata* para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional; e (ii) prêmio de risco. A TJLP é fixada pelo Conselho Monetário Nacional e divulgada até o último dia útil do trimestre imediatamente anterior ao de sua vigência. Em moedas contratuais, a TJLP, expressa em percentual ao ano, tem o código 311.

Tabela 3 – Evolução das condições fornecidas pelo BNDES na concessão de crédito.

| <i>Descrição</i>                                  | <i>2003</i>                     | <i>2004</i>                     | <i>2005</i>          | <i>2006</i> | <i>2007</i>   | <i>2008</i>   |
|---|---------------------------------|---------------------------------|----------------------|-------------|---------------|---------------|
| Tipo de Amortização                               | SAC                             | SAC                             | SAC                  | SAC         | SAC           | SAC           |
| Conta Reserva                                     | 3 meses                         | 3 meses                         | 3 meses              | 3 meses     | 3 meses       | 3 meses       |
| Prazo de Amortização                              | Até 12 anos                     | Até 12 anos                     | Até 12 anos          | Até 14 anos | Até 16 anos   | Até 16 anos   |
| Custo Financeiro                                  | 80% TJLP<br>20% Cesta de Moedas | 80% TJLP<br>20% Cesta de Moedas | 80% TJLP<br>20% IPCA | 100% TJLP   | 100% TJLP     | 100% TJLP     |
| Participação Máxima do BNDES (itens financiáveis) | 70%                             | 70%                             | 80%                  | 80%         | 85%           | 80%           |
| ICSD Mínimo                                       | 1,3                             | 1,3                             | 1,3                  | 1,3         | 1,3           | 1,2           |
| Remuneração Básica (A)                            | 2,50%                           | 2,50%                           | 2,50%                | 1,50%       | 1,00%         | 0,90%         |
| Risco de Crédito (B)                              | 1,50%                           | 1,50%                           | 1,50%                | 0,8% a 1,8% | 0,46% a 3,57% | 0,46% a 3,57% |
| Remuneração Total BNDES (A+B)                     | 4,00%                           | 4,00%                           | 4,00%                | 2,3% a 3,3% | 0,96% a 4,57% | 0,96% a 4,57% |

Fonte: Atuação do BNDES no Setor de Energia Elétrica, BNDES 2008.

Em 2010, quase 90% do crédito utilizado para financiamento das obras de infraestrutura, com vencimento superior a cinco anos, eram lastreadas em contratos com banco públicos, no qual a participação do BNDES era de aproximadamente 62%.

Em 2015, houve redução de 47% em relação ao ano de 2014 no nas consultas para obtenção de empréstimo, sendo que os desembolsos com financiamento caíram 28%. Houve escassez nos recursos de TJLP, causado pela redução da demanda, originada na crise econômica internacional, em que houve atraso nos investimentos realizados em razão das incertezas do comportamento da política e da economia.

A política operacional do BNDES havia sido ajustada no final de 2014, a participação do BNDES no financiamento aos projetos do setor elétrico já havia recuado para 50%.

Em março de 2015, após a redução drástica na demanda por crédito, o BNDES elevou sua participação no financiamento para 70%. Essa era a condição de crédito do leilão de linhas de transmissão realizado em abril.

A partir de 2016, a participação máxima do BNDES no financiamento ficou limitada a 50% dos itens financiáveis, contra os 70% que estavam vigentes. O valor complementar para chegar aos 70% teria de ser feita com juros de mercado.

Diante do exposto sobre o histórico do financiamento dos investimentos no setor eletroenergético nos últimos 50 anos, resta clara a dependência e a importância da participação do BNDES na expansão do setor.

Com o objetivo de incentivar a participação de fontes privadas de financiamento, dada a escassez e a limitação dos recursos públicos, foi editada a Lei nº 12.431, de 2011, que criou a figura da debênture incentivada, que será tratada no próximo tópico.



## 4. Debêntures

### 4.1. Conceito

Segundo o Professor Fran Martins, debêntures são “valores mobiliários representativos de um empréstimo público lançado pela sociedade, tendo a natureza de títulos de renda, com juros fixos ou variáveis, considerando-se a sociedade sempre devedora dos debenturistas pelas importâncias por eles conferidas à companhia, ao subscreverem ou adquirirem tais títulos”. (Martins, 1989).

Mônica Gusmão define debêntures como “[...] espécies de valores mobiliários que conferem um direito de crédito certo do seu titular diante da companhia emissora, em razão de um contrato de empréstimo. Representam capital de terceiros investido na sociedade, em resposta à iniciativa de captação de recursos promovida pela companhia”. (Gusmão, 2005)

Marlon Tomazette define as debêntures como “[...] títulos representativos de um empréstimo público lançado pela sociedade. Cada emissão de debêntures representa um empréstimo realizado, tendo um caráter unitário. A sociedade ao decidir a emissão das debêntures está fazendo uma oferta de um contrato de mútuo, que se completa com a subscrição dos títulos, que representaria a aceitação do contrato. (2004, p. 291) A companhia divide a soma pretendida em vários títulos emitidos em série. Quem subscreve o título está emprestando dinheiro para a emitente, e em contrapartida objetiva recebimentos anuais parciais, ou outras vantagens que tais valores mobiliários podem assegurar, ou ao menos, a restituição dos valores emprestados no vencimento”. (Tomazette, 2004)

Celso Marcelo de Oliveira define debêntures como “fração de um contrato de mútuo entre a sociedade anônima e pessoas do público, e conferem ao seu titular, designado de debenturistas, direito de crédito contra ela, consistente em pagamento, na data do seu vencimento, ou em conversão em ações da sociedade”. (Oliveira, 2005)

## 4.2.Histórico

Segundo a literatura, a emissão de debêntures “*encontra as suas raízes mais remotas na categoria das obrigações por declaração unilateral de vontade, posto que, com efeito, o título, em si mesmo, é uma promessa unilateral de pagamento*”. (BORBA, 2005)

A partir do século XIX, na época de desenvolvimento econômico, as debêntures foram utilizadas na Inglaterra para financiar as atividades industriais. A experiência de sucesso logo foi seguida pela França, e outros países da Europa, e dos Estados Unidos da América.

A emissão de debêntures, nos Estados Unidos da América, superou as emissões de ações na década de 60. Cunha Peixoto relata que a cada novo dólar de novas ações emitidas na década de 60 correspondia a aproximadamente oito dólares de novas obrigações ao portador. (Castro, 2015)

No Brasil, o sistema financeiro começou a ser desenvolvido com a chegada da família real portuguesa ao país, quando foi criada a primeira seguradora e o Banco do Brasil, que teve grandes dificuldades para encontrar interessados em aplicar seu capital naquela sociedade, não tendo êxito na exploração de suas atividades até 1845 (Yazbek, 2007).

A primeira menção às debêntures ocorreu no Brasil em 1860, com a publicação da Lei n. 1.083, de 22 de agosto de 1860. A referida legislação proibia expressamente a emissão de obrigações sem autorização prévia do poder legislativo por companhias ou por quaisquer outras sociedades, inclusive os bancos (CARVALHOSA, 2002). A redução da liquidez da economia do Brasil, em grande parte ocorrida em virtude da legislação rigorosa quanto à regulação das sociedades por ações, foi responsável pela primeira crise financeira no país, ocorrida em 1864 (YAZBEK, 2007). O governo percebeu, então, a necessidade de reformular a regulamentação sobre a matéria, apesar de tal medida não ter sido muito significativa naquele momento. (Castro, 2015)

Com efeito, ainda em 1888, em face da reduzida base monetária existente, insuficiente para dar conta das demandas da vida econômica nacional, o governo do Império optou por criar mecanismos de emissão de títulos pelos bancos, desde que observadas determinadas regras de lastreamento. Com o sucesso inicial de tais mecanismos e com a adoção de políticas públicas estimuladoras da criação de novas empresas e de novos mecanismos facilitadores ou estimuladores de emissões, inclusive no período republicano, não tardou a se formar aquela “bolha especulativa”, encerrada, ao cabo, com grave crise.” (YAZBEK, 2007, p. 257)

Apesar de ser uma ferramenta para captação de capital antiga, apenas nas últimas décadas, devido a regras mais claras e maior segurança tanto

para os emissores quanto para os compradores, houve a popularização das debêntures.

O mercado financeiro detém debentures com características variadas, como tipo de remuneração, nominativas e escritural, simples e conversíveis, permutáveis, com garantias real, flutuante, sem garantias e subordinada, dentre outros. Uma das principais vantagens da emissão de debêntures é que estas podem se ajustar com facilidade para atenderem as necessidades da companhia.

As debêntures estão sujeitas a regras semelhantes do Certificado de Depósito Bancário (CDB) e Títulos do Tesouro Nacional, havendo incidência do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de forma regressiva nos resgates realizados em até trinta dias da aplicação. Além disso, o Imposto de Renda (IR) incide sobre qualquer tipo de rendimento pago ao debenturista, seja ele decorrente de pagamento periódico de juros, alienação ou no vencimento.

Atualmente, a emissão de debêntures pode ser feita por Sociedade por Ações (S.A.), de capital fechado e aberto, entretendo apenas as de capital aberto com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) podem fazer emissão pública de debêntures.

A emissão pública de debêntures se caracteriza por ser destinada ao público investidor geral, e a emissão privada é aquela destinada a um grupo seleto de investidores, sem necessidade de registro no CVM.

A possibilidade de a emissora determinar o fluxo de amortizações e as formas de remuneração dos títulos é o principal atrativo das debêntures, pois permite que as parcelas de amortização e as condições de remuneração se ajustem ao fluxo de caixa da companhia, ao projeto e às condições de mercado no momento da emissão. (ABRASCA, 2008)

O principal tipo de remuneração utilizado é a pós-fixada vinculada à variação da inflação e as pós-fixadas atreladas aos juros. Os retornos devem ser determinados baseados nas taxas dos títulos do Tesouro Nacional para atrair os investidores.

As debêntures são valores mobiliários de médio e longo prazo, com data de resgate definida na sua emissão ou sem vencimento, debêntures perpétuas.

A empresa interessa em emitir debêntures deverá escolher uma instituição financeira para coordenar todo o processo de emissão, desde a

transformação da companhia em S.A., se for o caso, até o prospecto de emissão, que é um documento obrigatório com todas as informações da companhia utilizado para avaliação do papel.

Existem empresas especializadas em classificar as debêntures quanto ao seu grau de risco, como, por exemplo, a possibilidade da companhia não honrar compromissos assumidos na sua emissão. Abaixo consta a tabela com os graus de confiabilidade de crédito segundo as três principais agências de classificação de risco internacionais: Fitch, Standard & Poors e Moody's.

Tabela 4 – Graus de confiabilidade de crédito.

| <i>Fitch</i> | <i>S&amp;P</i> | <i>Moody's</i> | <i>Descrição</i>  | <i>Grade (Grau)</i> |
|--------------|----------------|----------------|---|---------------------|
| AAA          | AAA            | Aaa            | Risco de crédito mínimo                                   | Investimento        |
| AA+          | AA+            | Aa1            | Risco de crédito muito baixo                              | Investimento        |
| AA           | AA             | Aa2            |   |                     |
| AA-          | AA-            | Aa3            |   |                     |
| A+           | A+             | A1             | Risco de crédito baixo                                    | Investimento        |
| A            | A              | A2             |   |                     |
| A-           | A-             | A3             |   |                     |
| BBB+         | BBB+           | Baa1           | Risco de crédito moderado                                 | Investimento        |
| BBB          | BBB            | Baa2           |   |                     |
| BBB-         | BBB-           | Baa3           |   |                     |
| BB+          | BB+            | Ba1            | Risco de crédito substancial                              | Especulativo        |
| BB           | BB             | Ba2            |   |                     |
| BB-          | BB-            | Ba3            |   |                     |
| B+           | B+             | b1             | Risco de crédito alto                                     | Especulativo        |
| B            | B              | b2             |   |                     |
| B-           | B-             | b3             |   |                     |
| CCC+         | CCC+           | Caa1           | Risco de crédito muito alto                               | Especulativo        |
| CCC          | CCC            | Caa2           |   |                     |
| CCC-         | CCC-           | Caa3           |   |                     |
| CC           | CC             | Ca             | Em moratória ou próximo, com possibilidade de recuperação | Especulativo        |
| C            | C              | Ca             |   |                     |
| DDD          | SD             | C              | Em moratória, com pouca chance de recuperação             | Especulativo        |
| DDD          | D              |                |   |                     |
| D            |                |                |   |                     |

Uma importante forma de utilização das debêntures é para securitização de recebimentos futuros. Quando empresas antecipam o fluxo de valores a serem recebidos no futuro através da emissão de debentures, utilizando os valores a serem recebidos como garantia dos papéis emitidos.

Em síntese, na emissão de debêntures, o investidor empresta à companhia emissora a quantia correspondente ao valor dos títulos que está adquirindo, com a promessa de receber, no prazo contratado, o principal investido, acrescido de remuneração e na forma definida pela escritura de emissão, com a possibilidade de obter rendimentos maiores se comparada aos Títulos do Tesouro Nacional.

#### **4.3. Debêntures Incentivadas**

A edição da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, possibilita a emissão de debêntures incentivadas, emitidas por companhias constituídas sob a forma de sociedade por ações, com o objetivo de captar recursos que viabilizem a implementação de projetos de investimento na área de infraestrutura, considerados como prioritários pelo Poder Executivo.

Art. 2º No caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, dos certificados de recebíveis imobiliários e de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado, relacionados à captação de recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no País sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, exclusivamente na fonte, às seguintes alíquotas: (Redação dada pela Lei nº 12.844, de 2013) (Produção de efeito) (Regulamento)

I - 0% (zero por cento), quando auferidos por pessoa física; e

II - 15% (quinze por cento), quando auferidos por pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado, pessoa jurídica isenta ou optante pelo Regime Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Simples Nacional).

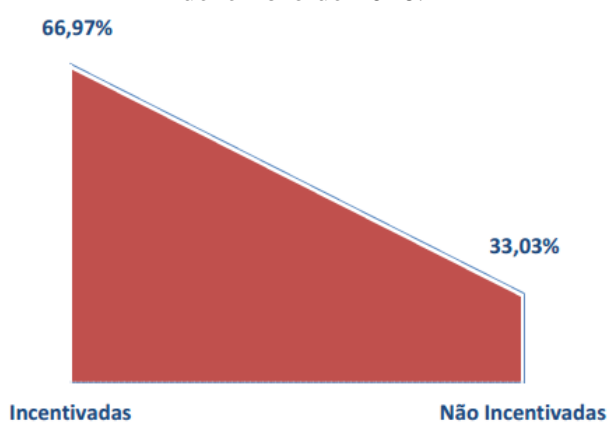
A principal característica das debêntures incentivadas, também conhecidas como debêntures de infraestrutura, utilizadas no financiamento de projetos prioritários, em relação as demais debêntures, é a isenção da incidência do Imposto de Renda sobre os rendimentos de Pessoas Físicas.

Esse incentivo é concedido com o objetivo de reduzir a necessidade de aporte de dinheiro público, aquecer a economia e criar empregos com a implantação de projetos de infraestrutura determinados pelo governo federal.

A decisão do investidor na escolha entre debêntures incentivadas e as demais deverá ser baseada no retorno do investimento realizado, considerando o prazo estabelecido, a remuneração básica, garantias, juros remuneratórios e as condições de amortização.

O Gráfico abaixo mostra que o percentual do número de operação de negociadas de debêntures incentivadas no mercado secundário, entre os meses de dezembro de 2014 e dezembro de 2016, é consideravelmente superior a emissão das demais debêntures.

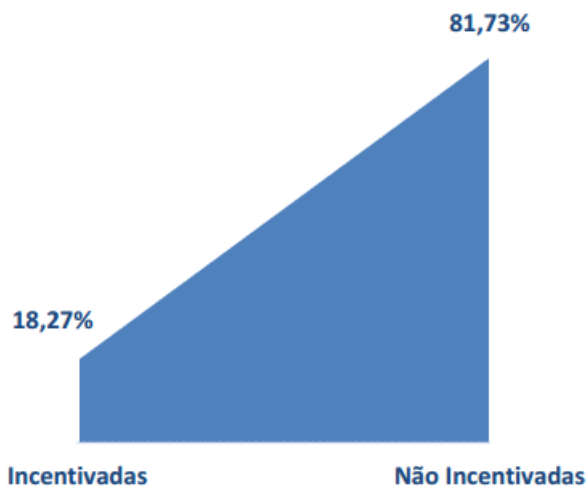
Gráfico 6– Número de operações negociadas de dezembro de 2014 a dezembro de 2016.



Fonte: Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – SEAE, dezembro de 2016.

Entretanto, o volume financeiro negociado, no mercado secundário, em milhões de reais, das debêntures incentivadas representa aproximadamente 22% do volume negociado no mercado secundário das demais debêntures no período de dois anos.

Gráfico 7 – Volume de debêntures negociadas de dezembro de 2014 a dezembro de 2016.



Fonte: Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – SEAE, dezembro de 2016.

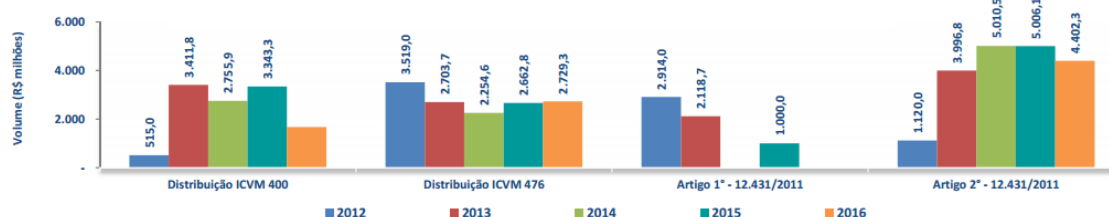
Tabela 5 – Volume de debêntures negociado no Mercado secundário

|                        | <i><b>Volume negociado no Mercado secundário (Milhões de Reais)</b></i> |                  |
|------------------------|---|------------------|
| Período                | Incentivada   | Não Incentivada  |
| <b>Ago/14 a Ago/16</b> | <b>12.639,30</b>  | <b>56.674,40</b> |

Fonte: Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – SEAE, dezembro de 2016.

O Gráfico abaixo apresenta o volume de debêntures incentivadas emitidas no período de 2012 a 2016<sup>4</sup>.

Gráfico 8– Debêntures Incentivadas – 2012 a 2016 (Volume R\$ milhões)



Fonte: Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – SEAE, dezembro de 2016.

Para entendimento do processo de emissão de debêntures incentivadas na área de energia, que dependem de edição de Portaria do Ministério de Minas e Energia, a seguir será apresentado resumidamente o procedimento realizado pelas empresas emissoras de debêntures.

#### 4.4. Procedimento para Emissão de Debêntures

As sociedades anônimas deverão aprovar em assembleia geral extraordinária a emissão de debêntures, podendo deliberar sobre uma nova emissão de debêntures sempre que julgar as condições favoráveis, contanto que as debêntures da emissão anterior tenham sido totalmente colocadas ou o saldo não colocado tenha sido cancelado.

<sup>4</sup> Instrução CVM 400 – Oferta Pública;

Instrução CVM 476 – Oferta restrita da qual podem participar até 50 investidores qualificados.

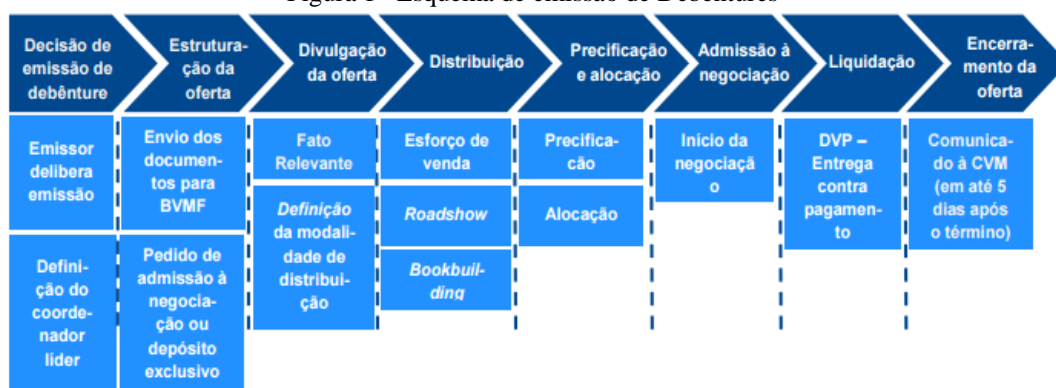
Artigo 1º - 12.431/2011 - Títulos vinculados a investimento, referidos no artigo 1º da Lei 12.431, de 2011 – Moeda local, títulos e quotas de fundos de investimentos isentos de Imposto de Renda e IOF para não residentes. Os recursos captados deverão ser utilizados em investimentos.

Artigo 2º - 12.431/2011 - Títulos vinculados a investimentos em infraestrutura, referido no artigo 2º da Lei 12.431, de 2011. Moeda local, isentos de Imposto de Renda para pessoas físicas residentes. Redução de dez pontos percentuais para pessoas jurídicas locais. Os recursos captados devem ser utilizados em investimentos em infraestrutura ou em produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

A emissão de debêntures exige a celebração de uma escritura de emissão por instrumento público ou particular, que é o documento no qual são especificadas sob quais condições elas serão emitidas. Essa escritura deve ser inscrita no registro do comércio. O agente fiduciário deve assinar referida escritura, iniciando com tal ato a sua função.

Quando a emissão de debêntures for com garantia real, deverão ser contratados peritos para procederem à avaliação dessa garantia. O procedimento da avaliação é cláusula obrigatória na escritura de emissão. Nos casos em que houver hipoteca como garantia real, torna-se obrigatório, ainda, que a escritura de emissão seja elaborada por meio de instrumento público. (BM&FBovespa, 2015).

Figura 1– Esquema de emissão de Debêntures



Fonte: Guia de Debêntures da BM&FBovespa, 2015.

Como mostrado pela figura acima, após a decisão da empresa pela emissão de debêntures, haverá a estruturação da oferta, onde deverá ser celebrada a escritura de emissão, que conterá as condições de emissão. A referida escritura deverá ser assinada por um agente fiduciário.

O agente fiduciário representará os interesses dos debenturistas, verificando o cumprimento das condições pactuadas na escritura, além de ser responsável pela elaboração de relatórios de acompanhamento. Outros agentes também participarão da emissão e distribuição das debêntures, tais como a instituição líder, um banco mandatário e escriturador, auditores independentes e consultores legais.

A empresa emissora poderá realizar, por meio do coordenador líder da distribuição, uma consulta sem vinculação a potenciais investidores para avaliar a viabilidade ou o interesse por uma eventual oferta pública de distribuição.



O diferencial entre as emissões de debêntures incentivadas e as demais é a aprovação do projeto como prioritário por meio de edição de Portaria Ministerial. Apenas com a edição da Portaria é que pode ocorrer o processo de distribuição.

Grande parte das empresas interessadas na emissão de debêntures incentivadas, com o intuito de acelerar o processo de emissão de debêntures, encaminha o requerimento para aprovação do projeto como prioritário concomitantemente a divulgação da oferta, em que consta a data prevista pela empresa para distribuição das debêntures.

Entretanto, tendo em vista o elevado prazo atualmente necessário para aprovação de projeto como prioritário, as empresas apresentam dificuldades de atender a previsão de divulgação.

## **5. Aprovação de Projetos como Prioritários nos termos da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011.**

Conforme relatado anteriormente, para emissão das debêntures incentivadas no setor de energia elétrica, o projeto a ser financiado deverá ser aprovado como prioritário por meio de Portaria editada pelo Ministro de Minas e Energia, conforme disciplinado pelas Portarias MME nº 505 e nº 506, de 2016.

A empresa titular do projeto encaminha o requerimento, conforme dispõe as Portarias MME nº 505 e nº 506, de 2016, nos moldes do Anexo I, para o Ministério de Minas e Energia com os documentos elencados no art. 2º das Portarias e o Formulário para Aprovação de Projeto como Prioritário, conforme Anexo II das Portarias.

No Formulário, constam as informações referentes a empresa titular, seus representantes legais, principais acionistas ou empresa controladora, descrição dos projetos, localização e data prevista para entrada em operação comercial.

As análises para aprovação dos projetos de distribuição, transmissão e geração de energia elétrica são realizadas pelo Departamento de Outorgas de Concessões, Permissões e Autorizações (DOC) da Secretaria de Planejamento e Desenvolvimento Energético (SPE).

A tabela 9 apresenta a quantidade de requerimentos para aprovação de projetos como prioritários recebidos entre os anos de 2012 a 2017, para projetos de transmissão e geração de energia elétrica e, de 2016 e 2017, para os projetos de distribuição de energia elétrica<sup>5</sup>.

Entre os anos de 2012 e 2017 foram recebidos 606 requerimentos para aprovação de projetos de infraestrutura no setor de energia elétrica, sendo que 87% dos requerimentos correspondem a projetos de geração de energia elétrica.

Esse elevado número se deve principalmente a ampla quantidade de projetos de investimentos em Parques Eólicos vencedores dos leilões regulados de geração dos últimos anos.

---

<sup>5</sup> A aprovação de projetos de distribuição de energia elétrica como prioritários foi regulamentada em 2016, por meio da Portaria MME nº 237, de 9 de junho de 2016, que foi substituída pela Portaria MME nº 505, de 24 de outubro de 2016.

Diferentemente da emissão de debêntures que pode ser realizada pela *holding*, concentrando vários projetos em uma única emissão, a solicitação para aprovação do projeto como prioritário deve ser feito empresa titular do projeto.

Tabela 6 – Quantidade de requerimentos para aprovação de projetos de Distribuição, Transmissão e Geração de energia elétrica como prioritários

| <i>Ano</i>         | <i>Distribuição</i> | <i>Transmissão</i> | <i>Geração</i> |
|--------------------|---------------------|--------------------|----------------|
| 2012               | -                   | 3                  | 9              |
| 2013               | -                   | 9                  | 65             |
| 2014               | -                   | 7                  | 103            |
| 2015               | -                   | 6                  | 214            |
| 2016               | 7                   | 5                  | 100            |
| 2017               | 13                  | 26                 | 39             |
| Total              | 20                  | 56                 | 530            |
| <b>Total Geral</b> |                     | <b>606</b>         |                |

Fonte: Controle interno do Departamento de Outorgas de Concessões, Permissões e Autorizações (DOC).

A tabela abaixo apresenta o número de processos que tiveram sua análise concluída e em que houve a edição da Portaria de aprovação do projeto como prioritário.

Tabela 7 – Quantidade de projetos aprovados como prioritários

| <i>Ano</i>         | <i>Distribuição</i> | <i>Transmissão</i> | <i>Geração</i> |
|--------------------|---------------------|--------------------|----------------|
| 2012               | -                   | 3                  | 8              |
| 2013               | -                   | 9                  | 51             |
| 2014               | -                   | 2                  | 88             |
| 2015               | -                   | 6                  | 183            |
| 2016               | 7                   | 4                  | 84             |
| 2017               | 2                   | 8                  | 13             |
| Total              | 9                   | 32                 | 427            |
| <b>Total Geral</b> |                     | <b>468</b>         |                |

Fonte: Controle interno do Departamento de Outorgas de Concessões, Permissões e Autorizações (DOC).

Dos 606 requerimentos apresentados, 77% deles, ou 468, tiveram as respectivas Portarias de aprovação emitidas. É importante frisar, que atualmente encontram-se em análise, ou aguardando análise, no Departamento 11 Processos referentes a requerimentos de distribuição, 17 Processos de Transmissão e 22 Processos de Geração, no total de 50 Processos.

Além dos Processos citados anteriormente, houve casos de desistência por parte do titular do Projeto para aprovação como prioritário e

arquivamento de Processos por não atendimento aos requisitos estabelecidos na legislação e nas Portarias que disciplinam o procedimento.

Adicionalmente, o Departamento adotou como critério o indeferimento do requerimento de aprovação como prioritário de projeto que tenha entrado em operação há mais de dois anos do período da análise. Isto se deve, tendo em vista o disposto no § 1º-C do art. 1º da Lei nº 12.431, de 2011, que estabelece que o procedimento simplificado previsto nos incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º-B deve demonstrar que os gastos, despesas ou dívidas passíveis de reembolso ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses da data do encerramento da oferta pública.

Art. 1º Fica reduzida a 0 (zero) a alíquota do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos definidos nos termos da alínea a do § 2º do art. 81 da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, exceto em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento), produzidos por: (Redação dada pela Lei nº 12.844, de 2013) (Produção de efeito)

[...]

§ 1º-C. O procedimento simplificado previsto nos incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º-B deve demonstrar que os gastos, despesas ou dívidas passíveis de reembolso ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses da data de encerramento da oferta pública.

(Incluído pela Lei nº 12.844, de 2013) (Produção de efeito)

[...]

A Tabela abaixo apresenta a média de tempo entre a data de protocolo dos requerimentos no Departamento e a data de publicação das Portarias de aprovação no Diário Oficial da União (DOU).

Tabela 8 – Quantidade média de tempo utilizado na análise de aprovação de projeto como prioritário

| <i>Ano</i>         | <i>Distribuição</i> | <i>Transmissão</i> | <i>Geração</i> |
|--------------------|---------------------|--------------------|----------------|
| 2012               | -                   | 64                 | 32             |
| 2013               | -                   | 54                 | 103            |
| 2014               | -                   | 35                 | 131            |
| 2015               | -                   | 68                 | 118            |
| 2016               | 97                  | 160                | 146            |
| 2017               | 137                 | 102                | 215            |
| Total              | 117                 | 80                 | 124            |
| <b>Total Geral</b> |                     | <b>107</b>         |                |

Fonte: Controle interno do Departamento de Outorgas de Concessões, Permissões e Autorizações (DOC).

Percebe-se o elevado tempo médio demandado na análise dos Processos, atribuído principalmente pela elevada demanda de requerimentos, pelo

reduzido quadro de pessoal do Departamento, pela apresentação de documentação em desacordo com as Portarias MME nº 505 e 506, de 2016, pela demora para encaminhamento de informações complementares solicitadas durante a análise e por problemas na constituição das sociedades anônimas.

De forma a reduzir o prazo necessário para edição da Portaria, foi delegada a competência de aprovação para o Secretário de Planejamento e Desenvolvimento Energético (SPE), por meio da Portaria MME nº 281, de 29 de junho de 2016.

A Tabela 11 apresenta o volume total em milhões de reais de debêntures emitidas nos setores de energia, transportes, telecomunicações e saneamento entre os anos de 2012 e 2016. O setor que emitiu o maior volume foi o de transportes, correspondendo a 55% do volume de debêntures incentivadas nos anos analisados.

Tabela 9 – Quantidade média de tempo utilizado na análise de aprovação de projeto como prioritário

| <i>Setor</i>     | <i>Volume em R\$ milhões</i> |                 |                 |                 |                 |                  |
|------------------|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
|                  | <b>2012</b>                  | <b>2013</b>     | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     | <b>2016</b>     | <b>Total</b>     |
| Energia          | 445,00                       | 1.300,80        | 1.660,50        | 1.736,80        | 3.154,20        | 8.297,30         |
| Transporte       | 675,00                       | 2.696,00        | 3.350,00        | 2.919,30        | 1.038,10        | 10.678,40        |
| Telecomunicações | -                            | -               | -               | 160,00          | 210,00          | 370,00           |
| Saneamento       | -                            | -               | -               | 190,00          | -               | 190,00           |
| <b>Total</b>     | <b>3.132,00</b>              | <b>6.009,80</b> | <b>7.024,50</b> | <b>7.021,10</b> | <b>6.418,30</b> | <b>19.535,70</b> |

Fonte: Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – SEAE, dezembro de 2016.

Tabela 10 – Quantidade média de tempo utilizado na análise de aprovação de projeto como prioritário

| <i>Setor</i>     | <i>Quantidade</i> |             |             |             |             |              |
|------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
|                  | <b>2012</b>       | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>Total</b> |
| Energia          | 2                 | 5           | 9           | 9           | 16          | 41           |
| Transporte       | 3                 | 4           | 10          | 8           | 5           | 30           |
| Telecomunicações | -                 | -           | -           | 1           | 1           | 2            |
| Saneamento       | -                 | -           | -           | 1           | -           | 1            |
| <b>Total</b>     | <b>5</b>          | <b>9</b>    | <b>19</b>   | <b>19</b>   | <b>22</b>   | <b>74</b>    |

Fonte: Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – SEAE, dezembro de 2016.

Entretanto, quando analisado os dados da tabela acima, a quantidade de emissões de debêntures incentivadas pelo setor de energia elétrica corresponde a 55% do total de debêntures incentivadas emitidas pelos quatro setores.

Muitas das emissões foram realizadas pelas empresas holding em nome de mais de uma subsidiária concentrando mais de um projeto, ou seja, mais de uma Portaria de aprovação como prioritário.

Tem-se que as 41 emissões de debêntures incentivadas no setor de energia elétrica, até dezembro de 2016, corresponderam a aproximadamente, 100 Portarias de aprovação de projetos de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica como prioritários.

Na próxima Tabela está apresentado o exemplo de uma emissão de debêntures incentivadas, no valor total aproximado de 75 milhões de reais, realizada pela *holding* das oito empresas titulares dos projetos, que foram aprovados como prioritários por meio de oito portarias ministeriais.

Tabela 11– Exemplo de emissão de debêntures incentivada pela *holding*.

| <i>Ativo</i>  | <i>Nº da portaria</i> | <i>Data da Portaria</i> | <i>Titular</i>                           | <i>Projeto</i>         | <i>Valor Da Emissão (milhões de R\$)</i> |
|---------------|-----------------------|-------------------------|--|------------------------|--|
| <b>RNEP11</b> | 225                   | 02/07/2013              | Centrais Eólicas da Prata S.A.           | EOL da Prata           | 7,51                                     |
|               | 228                   | 05/07/2013              | Centrais Eólicas Tanque S.A.             | EOL Tanque.            | 9,24                                     |
|               | 244                   | 12/07/2013              | Centrais Eólicas Morrão S.A.             | EOL Morrão.            | 11,55                                    |
|               | 257                   | 30/07/2013              | Centrais Eólicas Ametista S.A.           | EOL Ametista.          | 11,32                                    |
|               | 262                   | 13/08/2013              | Centrais Eólicas Borgo S.A.              | EOL Borgo.             | 6,86                                     |
|               | 264                   | 13/08/2013              | Centrais Eólicas Serra do Espinhaço S.A. | EOL Serra do Espinhaço | 7,92                                     |
|               | 294                   | 02/09/2013              | Centrais Eólicas Pelourinho S.A.         | EOL Pelourinho.        | 8,81                                     |
|               | 297                   | 04/09/2013              | Centrais Eólicas Caetitê S.A.            | EOL Caetitê.           | 11,32                                    |

Fonte: Controle interno do Departamento de Outorgas de Concessões, Permissões e Autorizações (DOC).

É importante ressaltar que apenas uma debênture emitida para o setor de energia teve avaliação quanto ao risco como “Risco de crédito substancial”, a maior parte das debêntures emitidas para o setor recebeu classificação de crédito “Risco de crédito muito baixo”.

Essa avaliação mostra que a maioria dos títulos emitidos pelas empresas do setor de energia elétrica como, por exemplo, têm reduzida possibilidade do não cumprimento dos compromissos assumidos na sua emissão.

## **5.1. Proposta de Melhorias para o Procedimento de Aprovação de projetos do setor de energia como prioritários.**

### **5.1.1. Possibilitar o requerimento de aprovação de projetos como prioritário pela holding**

O Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016, que regulamentou a Lei nº 14.431, de 2011, estabelece no inciso III, § 3º, art. 3º, que a empresa titular do projeto deverá identificar as pessoas jurídicas que integram a concessionária, permissionária, autorizatória, arrendatária ou SPE, ou a sociedade controladora, constituída sob a forma de sociedade por ações.

Art. 3º Caberá às pessoas jurídicas interessadas na implementação dos projetos referidos no art. 2º submetê-los aos Ministérios setoriais responsáveis.

[...]

§ 3º A submissão do projeto ao Ministério setorial será efetuada mediante apresentação de formulário próprio, disponibilizado no sítio eletrônico do referido Ministério, acompanhado de:

[...]

III - identificação:

- a) das pessoas jurídicas que integram a concessionária, permissionária, autorizatória, arrendatária ou SPE; ou
- b) da sociedade controladora, no caso de pessoa jurídica titular do projeto, constituída sob a forma de sociedade por ações;

[...]

Dessa forma, deverá ser encaminhado ao Ministério de Minas e Energia um requerimento para cada projeto pela sua empresa titular. Ocorre, principalmente nos leilões de geração de energia de fontes eólica, que inúmeros projetos têm a mesma empresa controladora, conforme apresentado na Tabela 14.

Sinteticamente, tem-se que a emissão de debênture, que é a motivação para legislação, pode ser realizada pela *holding*, entretanto, a solicitação para enquadramento do projeto como prioritário, que é o meio para emissão de debêntures, deve ser solicitado pela empresa titular do projeto.

Essa obrigação aumenta consideravelmente a quantidade de processos a serem analisados pelo departamento, que poderiam ter sua análise agregada pela empresa holding, futura emissora das debêntures.

Para implementação da possibilidade de apresentação de requerimento pela *holding* das empresas titulares dos projetos, seria necessário a alteração do dispositivo do Decreto que estabelece que o requerimento deva ser

apresentado pela titular. Sucessivamente, deveriam ser alteradas as Portarias MME nº 505 e nº 506, de 2016.

### 5.1.2. Aprovação do projeto como prioritário concomitante a outorga do empreendimento.

A segunda sugestão para melhoria no procedimento para aprovação dos projetos prioritários é a aprovação do projeto como prioritário no momento da outorga do empreendimento.

Atualmente é possível a aprovação dos seguintes projetos no setor de energia:

a) Distribuição de energia elétrica: que tenha a localização previamente definida, classificado como obra do Sistema de Distribuição de Alta Tensão (SDAT) ou Subestação de Distribuição (SED), conforme definições constantes nos Procedimentos de Distribuição de Energia Elétrica (PRODIST), e que tenha execução passível de ser comprovada por meio do Sistema de Informação Geográfica Regulatório (SIG-R).

b) Transmissão de energia elétrica: resultante de licitação por meio de Leilão regulado, Reforços em Instalações de Transmissão de Energia Elétrica autorizado pela ANEEL, Melhorias em Instalações de Transmissão de Energia Elétrica autorizadas por meio de resolução da ANEEL.

c) Geração de Energia Elétrica resultante de licitação por meio de Leilão regulado.

Conforme elencado acima, todos os projetos resultantes de leilão de geração e transmissão de energia elétrica são considerados prioritários pelo Ministério de Minas e Energia.

Tabela 12– Quantidade de Portarias editadas referentes a projetos de transmissão e geração de energia elétrica aprovados como prioritários.

| <i>Ano</i>         | <i>Transmissão</i> | <i>Geração</i> |
|--------------------|--------------------|----------------|
| 2012 - 2017        | 32                 | 427            |
| <b>Total Geral</b> | <b>459</b>         |                |

Fonte: Controle interno do Departamento de Outorgas de Concessões, Permissões e Autorizações (DOC).

A tabela acima apresenta o total de portarias editadas referentes a aprovação de projetos de transmissão e geração de energia elétrica como



prioritários no período de 2012 a 2017. Das 459 Portarias, apenas 3 se referem a projetos de reforços em instalações de transmissão de energia elétrica. Ou seja, 99% das Portarias editadas no período se referem a empreendimentos licitados nos leilões regulados.

Tendo em vista que os documentos solicitados para aprovação dos projetos como prioritários são apresentados para a outorga da concessão, não haveria impedimentos para aprovação dos projetos como prioritários no mesmo ato da outorga.

Essa mudança de procedimento reduziria significativamente a quantidade de processos a analisados, pois não haveria necessidade de realização de análise dos mesmos documentos em momento posterior a outorga.

Além disso, a emissão de debêntures é uma faculdade do titular do empreendimento e sua *holding*, sendo que a provação do projeto como prioritário pelo Ministério não gera nenhuma obrigação de emissão. Dessa forma, não há obrigatoriedade de apresentação de requerimento do titular, sendo que todos os empreendimentos que atendem aos requisitos disciplinados nas Portarias MME nº 505 e nº 506, de 2016, são aprovados como prioritários.

## 6. Conclusão

Os investimentos necessários à expansão do setor elétrico nacional historicamente dependeram de participação significativa de financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Entretanto, após o agravamento da crise no segundo semestre de 2008, houve necessidade da criação de meios que fomentassem a participação de financiamento com capital privado, tendo em vista a redução dos recursos públicos disponíveis.

Com disso, em 24 de junho de 2011, foi editada a Lei nº 12.431, que possibilitou que instituiu alíquota zero de Imposto de Renda para as pessoas físicas que adquirissem debêntures incentivadas.

Para a emissão de debêntures incentivadas para financiamento de empreendimentos do setor de energia, é necessário que os projetos sejam aprovados como prioritários por meio de Portaria do Ministério de Minas e Energia.

O estudo apresentado demonstrou o interesse nos titulares dos empreendimentos de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica na aprovação do projeto. Sendo que desde a edição da Lei até o momento de desenvolvimento deste trabalho, foram solicitadas 606 aprovações, sendo que houve a edição de 468 Portarias de aprovação.

Entretanto do total de projetos aprovados como prioritário, aproximadamente 100 projetos tiveram emissão de debêntures realizadas por seus titulares, ou *holding*, resultando na emissão de 41 debêntures, aproximadamente oito bilhões de reais, ou seja, apesar da elevada quantidade de Portarias editadas anualmente, atualmente, a emissão de debêntures incentivadas tem sido reduzida, conforme informações da Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) do Ministério da Fazenda.

Além disso, é importante ressaltar que o tempo médio de análise demandada para aprovação dos projetos como prioritários pelo Departamento de Outorgas de Concessões, Permissões e Autorizações, é de mais de 100 dias contados da data de protocolo do requerimento no Ministério de Minas e Energia e a data de publicação da Portaria de aprovação.

Como proposta para melhoria do procedimento de aprovação de projetos como prioritários pelo Departamento, sugere-se a possibilidade de

alteração da legislação, permitindo que os requerimentos sejam apresentados pela *holding*, de forma agrupada. Essa alteração promoverá a redução do tempo necessário pela análise, tendo em vista, principalmente nos casos dos projetos de geração de energia eólica, que a *holding* poderá apresentar requerimento que englobe diversos projetos que serão objetos de uma única emissão.

Adicionalmente, propõe-se a aprovação dos projetos como prioritário no mesmo ato da outorga do empreendimento. Tendo em vista que grande parte da documentação necessária a aprovação como prioritário já é apresentada no momento da outorga, reduzir-se-ia o número de processos analisados, nos casos em que a outorga é feita pelo Ministério. Cabe ressaltar, que muitos agentes perdem o prazo divulgado para distribuição das debêntures incentivadas, dado o elevado tempo necessário para análise.

Cada vez mais aumentam os casos de lotes sem proponentes nos leilões regulados. Tem-se buscado, por meio de alteração nos modelos de leilões, recuperar o interesse necessário a manutenção da expansão do sistema. É indiscutível a necessidade de se criar condições para que o investimento no setor de energia elétrica seja atrativo aos empreendedores.

As debêntures sofrem com a concorrência direta com os títulos públicos. Além disso, as empresas do setor privado pleiteiam que o benefício fiscal seja transferido para o emissor, e que com isso poderia aumentar o prêmio pago pelo título e aceitar juros maiores nos títulos vendidos.

Após mais de cinco anos da edição da Lei que instituiu as debêntures incentivadas, pode-se concluir que o mecanismo tem sido considerado como alternativa no financiamento pelos empreendedores, considerando a grande quantidade de solicitações de aprovação. Entretanto, entre a aprovação do projeto e a emissão do título, as condições econômicas não têm sido favoráveis para edição, quando analisado a diferença entre os projetos aprovados e a quantidade de debêntures emitidas.

## 7. Bibliografia

1. ALBUQUERQUE, Álvaro Rocha. Fluxo de Caixa em Risco: Uma Nova Abordagem para o Setor de Distribuição De Energia Elétrica. Tese de doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2009.
2. Anbima – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. Índices de Renda Fixa. Metodologia 2011. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/ima/arqs/ima\\_cartilha.pdf](http://www.anbima.com.br/ima/arqs/ima_cartilha.pdf)>.
3. BRAGANÇA, G. G. F.; SOUZA, G. M.; PESSOA, M. S.; Rocha, K. Evolução Recente do Mercado de Debêntures no Brasil: as Debêntures Incentivadas. Texto para Discussão (IPEA. Brasília), 2015.
4. Anbima - Associação Brasileira de Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais. Mercado de renda fixa. Boletim ANBIMA, Ano VII, Nº79, Rio de Janeiro, 2012.
5. Anbima - Associação Brasileira de Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais. Debêntures incentivadas – 11/11/2011 (atualizado em 26/02/2013). Disponível em: [http://www.anbima.com.br/informe\\_legislacao/2011\\_006.asp](http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2011_006.asp).
6. Andima - Associação Nacional das Instituições do Mercado Abert. Sistema Nacional de Debêntures – 1998. Disponível em: [http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/SND\\_10anos.pdf](http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/SND_10anos.pdf).
7. BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. O Brasil diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico. Disponível em: [http://www.bndespar.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro\\_brasil\\_em\\_transicao/Brasil\\_em\\_transicao\\_cap03.pdf](http://www.bndespar.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro_brasil_em_transicao/Brasil_em_transicao_cap03.pdf)>.
8. BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. O Setor Elétrico. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro\\_setorial/setorial14.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro_setorial/setorial14.pdf)>.
9. BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. O papel do BNDES na expansão do setor elétrico nacional e o mecanismo de project finance. BNDES Setorial, n. 29. Rio de Janeiro: BNDES, mar. 2009. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/1843>.

10. BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. BNDES 60 anos: perspectivas setoriais. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2012. p. 190-231. ISBN: 9788587545459 (v.2). Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/920>.
11. Brasil. Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica, e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, n. 121, p. 1-5, 27 de junho de 2011. Seção 1.
12. Brasil. Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016. Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e revoga o Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, n. 197, p. 1-2, 13 de outubro de 2016. Seção 1.
13. Brasil. Portaria MME nº 505, de 24 de outubro de 2016. Disciplina a aprovação dos projetos de distribuição de energia elétrica como prioritário, nos termos do art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, v. 153, n. 206, p. 49, 26 de outubro de 2016. Seção 1.
14. Brasil. Portaria MME nº 506, de 24 de outubro de 2016. Disciplina a aprovação dos projetos de geração e transmissão de energia elétrica como prioritário, nos termos do art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, v. 153, n. 206, p. 49, 26 de outubro de 2016. Seção 1.
15. CASTRO, Marina Grimaldi de. Debêntures: Forma de Captação de Recursos no Mercado de Capitais Brasileiro. Dissertação de Mestrado - Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2009.
16. ESPOSITO, Alexandre Siciliano. O setor elétrico brasileiro e o BNDES: reflexões sobre o financiamento aos investimentos e perspectivas.
17. LOPES, Marcio Augusto Falcão. O fracasso da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU) e os rumos da política econômica no segundo governo Vargas (1951-54). 2009. 273 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2009.

18. MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989.
19. OLIVEIRA, Celso Marcelo. Manual de direito empresarial. São Paulo: IOB Thomson, 2005.
20. SEAE - Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda. Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas dezembro de 2016, 37ª edição. Disponível em: [http://seae.fazenda.gov.br/assuntos/regulacao-e-infraestrutura/boletins/arquivos/boletim\\_debentures\\_incentivada](http://seae.fazenda.gov.br/assuntos/regulacao-e-infraestrutura/boletins/arquivos/boletim_debentures_incentivada)
21. TOMAZETTE, Marlon. Direito societário. 2. ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.
22. UNDERMAN, Simone; CAVALCANTE, Luiz Ricardo. O papel do BNDES no financiamento do setor de energia elétrica no Brasil. Parcerias Estratégicas. Brasília-DF, v. 16, n. 33, p. 257-280, jul-dez 2011.
23. VIEIRA, J. P., O novo papel do Estado no setor elétrico: a implementação dos órgãos reguladores. Dissertação de mestrado, São Paulo, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 1998.
24. GASTALDO, Marcelo Machado. Histórico da regulamentação do setor elétrico brasileiro. O Setor Elétrico. São Paulo - SP, 36 ed., capítulo 1, janeiro de 2009.