

## CONTRIBUIÇÃO PÚBLICA PARA O PROCESSO DE CONSULTA PÚBLICA Nº 152 DE 22/06/2023 - CONCESSÕES VINCENDAS DE DISTRIBUIÇÃO

21 de Julho, 2023

A Atmos Capital, gestora de recursos com cerca de R\$15 bilhões sob gestão, dos quais aproximadamente R\$3 bilhões investidos nas áreas de infraestrutura e energia, apresenta sua contribuição à Nota Técnica 14/23 no âmbito da Consulta Pública 152 de 22/06//2023.

### **Antecipação de Renovação de Concessões Vincendas:**

Previsibilidade e estabilidade são atributos fundamentais de um setor de infraestrutura funcional. Cumprimentamos portanto o esforço do MME de tratar com a devida antecedência um aspecto fundamental da prestação do serviço de distribuição de energia. O negócio de distribuição demanda um ritmo elevado e constante de investimentos, fazendo com que a otimização da estrutura de capital se torne componente fundamental do equilíbrio econômico-financeiro de uma distribuidora. Nesse sentido, a incerteza com relação ao futuro pode ter consequências perversas sobre a gestão, impossibilitando a captação de dívidas com prazos longos e deixando a companhia sujeita a condições específicas de mercado. Como eventuais ciclos de juros altos só serão refletidos no WACC regulatório de maneira suavizada e tardia, a dependência de captações marginais em prazos curtos necessariamente reduzirá a atratividade dos investimentos, impactando o componente anti-cíclico dos investimentos em infraestrutura.

### **Tratamento dos Benefícios Fiscais:**

O item 4 do parágrafo 4.5.3.5 encontra nos “excedentes do custo regulatório de capital em razão de benefícios fiscais concedidos a determinadas regiões do país” uma potencial fonte de recursos para contrapartidas sociais pela prorrogação de concessões. Para avançar nessa proposta entendemos ser necessário investigar mais a fundo o contexto no qual vigoram esses incentivos. A Constituição Federal, já no seu início, se mostra um bom ponto de partida (*grifo nosso*).

Art. 3º Constituem **objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil:**

...

III - erradicar a pobreza e a marginalização e **reduzir as desigualdades sociais e regionais;**

Mais adiante no Art. 170, a redução das desigualdades regionais volta a aparecer como um dos princípios norteadores da ordem econômica nacional (*grifo nosso*)

Art. 170. **A ordem econômica**, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, **tem por fim assegurar a todos existência digna**, conforme os ditames da justiça social, **observados os seguintes princípios:**

...

VII - **redução das desigualdades regionais e sociais;**

A constituição, portanto, explicita uma demanda por investimentos nas regiões menos desenvolvidas do país. Os benefícios fiscais específicos aos quais a nota técnica aqui em discussão faz referência são instrumentos fundamentais para viabilizar uma oferta de investimentos compatível com essa demanda. O “excedente do custo regulatório de capital” é dado como política de estado exatamente com objetivo de aumentar o retorno prospectivo de projetos nas regiões destacadas. Aqui vale uma discussão conceitual ilustrativa sobre o processo teórico de tomada de decisão de investimento em uma concessionária de distribuição:

- A concessionária tem a qualquer tempo um grande número de projetos potenciais com objetivos distintos para executar.
- Alguns projetos são obrigatórios no curto prazo por questões de segurança e confiabilidade - esses furam a fila e escapam à lógica aqui descrita.
- Partindo da premissa de que há orçamento e capacidade técnica de execução suficiente para lidar com projetos adicionais, os candidatos são empilhados com base em seu retorno prospectivo. Projetos com menos retorno embaixo, projetos com mais retorno em cima<sup>1</sup>.

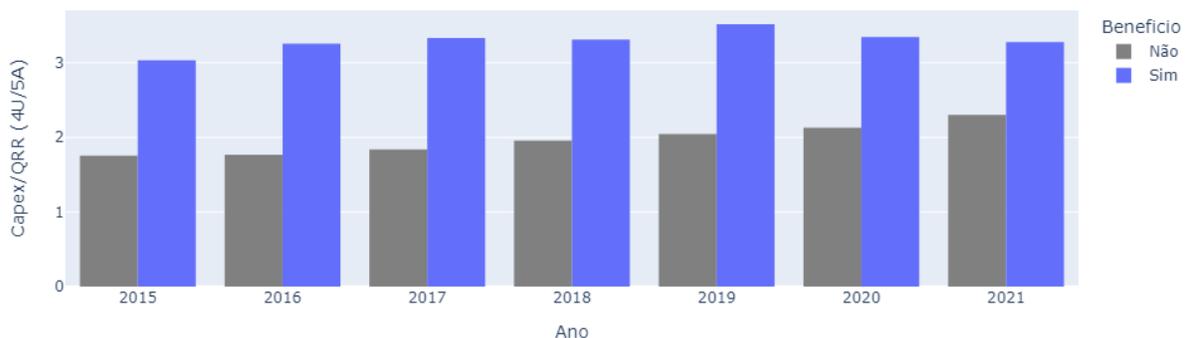
---

<sup>1</sup> Aqui todos os impactos deveriam entrar na conta de retorno: distância temporal da revisão tarifária seguinte, impacto em arrecadação, perdas, redução de custos de operação, redução de multas regulatórias como DIC/FIC/DMIC etc, assim como eventuais análises de cenários que justificariam a execução do projeto

- Projetos de investimento com retorno prospectivo inferior ao retorno mínimo exigido pelo investidor (*hurdle rate*) são antieconômicos e, portanto, são descartados ou postergados para reavaliações em orçamentos futuros.
- Os projetos remanescentes são selecionados de cima para baixo na torre de retorno prospectivo, sujeitos a restrição orçamentária e de capacidade operacional de execução.

O benefício fiscal de IRPJ concedido nas regiões da SUDAM/SUDENE desloca<sup>2</sup> a torre de projetos para cima, viabilizando oportunidades de investimento que de outra forma não ultrapassariam o *hurdle*. Esse processo, por sua vez, aumenta a quantidade de capital disponível, dado que as concessionárias de distribuição podem acessar - e o fazem com regularidade - o mercado de capitais a fim de captar recursos adicionais para seus planos de investimento. A partir desse panorama conceitual, vale checar se na prática as concessionárias que contam com esse benefício de fato investem mais do que as demais.

Capex/QRR (4U/5A) de todas distribuidoras



Fonte: Elaboração Atmos Capital a partir de base de dados da Aneel

No gráfico acima podemos ver a relação capex sobre depreciação regulatória (QRR) agrupada em concessões com e sem benefícios fiscais de imposto de renda, dado que parece indicar algum nível de sucesso na política pública em questão. Enquanto as distribuidoras que não têm qualquer benefício investem cerca de 2x sua depreciação regulatória, as concessionárias que contam com esse incentivo investem mais perto de 3x. Posto de outra forma, se utilizássemos o múltiplo de investimento das distribuidoras sem benefício como proxy

<sup>2</sup> Assumindo que a empresa em questão tem lucro positivo, caso contrário o incentivo fiscal de IRPJ é inócuo

para estimar o que aconteceria caso o incentivo não existisse, perderíamos cerca de R\$17,5 bilhões em investimentos nas regiões Norte e Nordeste no período de 2015 a 2021.

A proposta do MME na nota técnica configura, portanto, um claro desvio de finalidade dos benefícios fiscais concedidos. Além de não ser coerente com os objetivos explícitos na Constituição Federal, tal medida encontraria entraves jurídicos na súmula 544 do STF e no Art. 178 do Código Tributário Nacional<sup>3</sup>

#### Súmula 544

Isenções tributárias concedidas, sob condição onerosa, não podem ser livremente suprimidas

CTN | Art. 178 - A isenção, salvo se concedida por prazo certo e em função de determinadas condições, pode ser revogada ou modificada por lei, a qualquer tempo, observado o disposto no inciso III do art. 104. (Redação dada pela Lei Complementar nº 24, de 1975)

Se nem uma lei poderia modificar a isenção, não parece razoável supor que ato administrativo do poder concedente teria esse poder.

Dito isso, eventual captura desse excedente do custo regulatório de capital não parece ser nem desejável do ponto de vista conceitual, nem factível do ponto de vista prático/jurídico.

#### **Investigação acerca de eventual excedente econômico**

O raciocínio desenvolvido na seção 4.4 chama atenção pela sua perspicácia e lucidez. Embora se mostre tentadora a possibilidade de extrair eventual excedente econômico - a ser revelado em processo de licitação - para o tesouro nacional, as peculiaridades do setor de distribuição de energia elétrica fazem dessa alternativa um claro equívoco conceitual. Se por um lado temos os riscos de um processo de transição de operação em negócios intensivos em mão de obra e com necessidades de reinvestimento constante, do outro lado temos a ANEEL, benchmark internacional de competência técnica-regulatória, com o mandato de reverter eventuais ganhos estruturais de eficiência para a modicidade tarifária em processos periódicos de revisão tarifária amplamente debatidos e constantemente aperfeiçoados no rito normal da

---

<sup>3</sup> Lei 5.172/66

regulação por incentivos. Mesmo fazendo essa constatação, a nota técnica desenvolve uma metodologia simplificada para tentar calcular eventual excedente econômico a fim de depois revertê-lo em contrapartidas sociais. O processo de definição de valor de uma distribuidora de energia elétrica, no entanto, envolve um grau de complexidade largamente superior do que se faz parecer na seção 4.5.2. Faz sentido incluir apenas a Base de Remuneração Regulatória com Capital Próprio no denominador do Indicador 1? Onde ficam os investimentos não elétricos que são fundamentais para a operação? E os investimentos glosados no processo de revisão tarifária? A premissa de que o *Enterprise Value (EV)* deve ser igual a Base de Remuneração Regulatória (BRL) para de pé sem olhar o contexto das expectativas da trajetória do juro longo no Brasil ao longo de diferentes ciclos? O setor não opera no vácuo - cada real investido em uma empresa concessionária do serviço público de distribuição de energia compete com outros setores com diferentes perfis de risco e expectativas de retorno.

#### **A César o que é de César.**

Apontamos aqui apenas alguns problemas conceituais tratados de maneira superficial numa tentativa de ilustrar a complexidade da tarefa que a nota técnica pretende alcançar. No entanto, não é preciso buscar muito longe para encontrar a solução ideal para enfrentar o desafio de garantir o equilíbrio econômico-financeiro das distribuidoras. Essa solução é conhecida como PRORET. O arcabouço regulatório vigente pode não ser perfeito, mas é um organismo vivo em constante evolução a partir de repetidos diálogos com todas as partes interessadas no setor por meio de processos técnicos exaustivos de consulta e audiência pública. Ao longo da última década são mais de uma centena de resoluções normativas aprimorando as práticas regulatórias do setor de distribuição. Nesse sentido, vale lembrar que a governança do setor elétrico nacional, admirada e respeitada mundo afora, tem como um de seus pilares fundamentais a clara separação das atribuições dos órgãos e agentes do setor, entre eles poder concedente e agência reguladora. Escapar dessa lógica, por mais tentador que possa parecer em casos isolados, pode trazer consequências indesejadas a todo o sistema.