

RIO BRAVO *FRONTEIRAS*



Para entender a MP 579

Mudanças regulatórias nas concessões de energia elétrica

Primeiras Impressões

SETEMBRO 2012

Em 11 de setembro, o Governo Federal editou a medida provisória 579, que tem por **objetivo promover a redução no custo final de energia elétrica** e, dessa forma, facilitar o crescimento do setor produtivo local.

Para tanto, a medida lida com a renovação das concessões vincendas de geração e transmissão, diminui os encargos sobre a conta de energia e, para fazer frente à nova estrutura de preços de energia, prevê aportes da União. →

MUDANÇAS REGULATÓRIAS NAS CONCESSÕES DE ENERGIA ELÉTRICA

→ Dadas as incertezas que cercam este pacote de medidas para o setor elétrico, o mercado reagiu com ceticismo, de maneira imediata e intensa. É importante, porém que os investidores entendam melhor o significado das incertezas que foram introduzidas antes de concluírem como se posicionar frente à nova realidade que se avizinha, e por isso pretendemos oferecer nossa interpretação dos fatos.

Primeiramente, **é inquestionável o mérito de uma potencial redução no custo de energia para os consumidores finais.** O

Brasil apresenta elevadas tarifas de energia mesmo tendo uma matriz energética preponderantemente hídrica - fonte tipicamente mais barata. Em termos comparativos, enquanto a tarifa média industrial brasileira é de R\$/MWh 329,0, os demais países do BRICs, por exemplo, apresentam as seguintes tarifas: Índia (R\$/MWh 188,1), China (R\$/MWh 142,4) e Rússia (R\$/MWh 91,5).

Adicionalmente, além de uma análise comparativa, é necessário entender a composição dessa (tão alta) tarifa final de energia. No segmento industrial, ela apresenta a seguinte decomposição:

Componente	Peso(%)
Custos de Geração, Transmissão e Distribuição ("GTD")	50,3
Perdas (técnicas e não técnicas)	1,1
Encargos Setoriais	17,1
Tributos Federais e Estaduais (PIS/COFINS e ICMS)	31,5

Fonte: Aneel (2011) / Análise: Rio Bravo

Vêja que os custos ligados a aspectos técnico-operacionais representam 51,4% da tarifa final, enquanto a arrecadação do Estado representa 48,6%. Em princípio, seria de se esperar que qualquer medida cujo objetivo fosse promover a modicidade tarifária para o usuário deveria abordar, de forma relativamente proporcional, aspectos técnico-operacionais

MUDANÇAS REGULATÓRIAS NAS CONCESSÕES DE ENERGIA ELÉTRICA

e arrecadatórios. Isso não foi o caso: para auferir os 20% de redução estimados pelo Governo na MP 579, o **pacote de medidas ataca, somente, os custos relacionados a GTD e encargos setoriais, deixando inalterada a dinâmica de arrecadação de tributos.**

No que tange aos custos de GTD, a MP 579 exige que os operadores cujas concessões expiram em 2015 manifestem o interesse de renovação até o dia 15/10/2012, sem antes tomar ciência das condições de renovação, ou seja, sem saber a tarifa que poderão cobrar. Ao acatar a renovação, tais concessões já teriam os novos preços vigentes a partir de janeiro/2013 e receberiam um valor de indenização referente à redução da tarifa durante o período remanescente, o triênio 2013-2015. A indenização teria, também, o objetivo de ressarcir o empreendedor por eventuais ativos não depreciados, seguindo metodologia de cálculo do regulador,

que tende a propor indenizações substancialmente menores do que os valores a que estão marcados os ativos em questão nos balanços das companhias.

Caso o empreendedor opte por não renovar a concessão, o negócio continua normalmente – com a mesma tarifa – até o final do período, quando seria decidido se algum valor residual deveria ser pago a ele pela devolução dos ativos. Neste momento o governo abriria uma nova licitação. Isso não é diferente do que está previsto nos contratos. O problema, aqui, reside em dois pontos: a ANEEL já deu sinais de que o valor a ser pago pelos ativos devolvidos deverá ser significativamente menor do que seria esperado; e algumas concessões que, seguindo o princípio da isonomia, em tese ainda teriam direito a fazer a primeira renovação nas regras anteriores aparentemente não terão essa oportunidade.

MUDANÇAS REGULATÓRIAS NAS CONCESSÕES DE ENERGIA ELÉTRICA

No segmento de Transmissão, a dinâmica a ser aplicada, segundo a MP 579, segue a mesma lógica, segundo a qual a remuneração por tarifa (a chamada RAP) seria recalculada e, por consequência, novos valores de tarifa para o uso do sistema de transmissão (TUST) seriam atualizados. De maneira arbitrária, a medida estabelece que ativos anteriores ao ano 2000 estariam por definição totalmente amortizados.

O segmento de Distribuição precisaria passar por uma revisão tarifária extraordinária para refletir a nova realidade do custo de energia no mercado regulado, de modo a repassar os ganhos para o consumidor final, essa etapa não tem impacto econômico para as distribuidoras. A atividade de distribuição já passa por processos periódicos de revisão tarifária que têm apertado progressivamente seus retornos e que mantêm mais atualizados os valores dos ativos, assim, nesse aspecto, o

impacto da MP deve ser substancialmente menor.

Outra componente da tarifa de energia coberta pela MP refere-se aos encargos regulatórios. A medida contempla o fim da arrecadação da Conta de Consumo de Combustíveis (CCC), fim da cobrança da Reserva Geral de Reversão (RGR) para distribuidoras, novos empreendimentos de transmissão e concessões prorrogadas ou licitadas e cobrança ao consumidor da Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) limitada a 25% do que era. Para fazer frente a essa mudança na precificação de energia, estimamos que serão necessários aportes anuais da União da ordem de R\$ 3,3 bilhões para a manutenção das atividades de desenvolvimento, antes financiadas por estes encargos (vale lembrar que estes recursos, de uma forma ou de outra, continuam sendo pagos pelo contribuinte).

MUDANÇAS REGULATÓRIAS NAS CONCESSÕES DE ENERGIA ELÉTRICA

No cômputo geral, dos 20% de redução previstos pelo Governo, dois terços seriam decorrentes da componente GTD e um terço da redução de encargos regulatórios/aportes da União. Observe que a medida não prevê nenhum rebalanceamento fiscal para atingir o objetivo de menores tarifas.

O exposto acima, adicionada a obrigatoriedade de manifestar interesse antes do conhecimento das novas condições de renovação e dos eventuais pagamentos de indenização, gerou consternação no mercado. Nos dias seguintes ao anúncio do pacote, as ações de empresas do setor elétrico negociadas em bolsa despencaram mais de 20% - a queda abalou também empresas de outros segmentos de infraestrutura que também possuem regulação de preços.

Além das consequências diretas, a MP 579 traz consigo eventuais efeitos colaterais. O primeiro refere-se à influência que a renovação das concessões trará para a dinâmica dos ambientes de contratação regulado (ACR) e livre (ACL). É possível que com a redução de cerca de 20% das tarifas finais de energia, o benefício dos chamados consumidores livres ou especiais em abandonar o fornecimento de energia por parte das distribuidoras e passar a contratar a energia no ACL diminua. Para manter a relação tradicional entre os dois mercados, é possível que os preços do livre também sofram ajustes, além de que no longo prazo é possível que seja observada uma diminuição na demanda do ACL.

Em menor grau, mas também importante, é o fato de que a diminuição da tarifa da energia poderá estimular a demanda por eletricidade. Aliado ao atraso

MUDANÇAS REGULATÓRIAS NAS CONCESSÕES DE ENERGIA ELÉTRICA

de alguns projetos de geração estruturantes, isto pode causar um descompasso entre oferta e demanda. Ressalta-se ainda que o aumento das incertezas diminui o incentivo para o investimento, realimentando o problema. Adicionalmente, a provável queda na tarifa da energia inviabilizará o desenvolvimento de algumas fontes de geração benéficas à matriz elétrica nacional – PCHs e biomassa, mas que deixam de ser competitivas, favorecendo geradoras mais baratas, como as termoelétricas.

Efeitos nas estratégias de investimentos

Dentro das estratégias de investimentos da Rio Bravo, o FIP Rio Bravo Energia I, por deter participações em projetos de geração de energia renovável, pode observar as consequências da MP 579 de forma mais direta, todavia, em escala limitada. Visto que 80% da carteira do Fundo está alocada em projetos eólicos através das empresas Eólicas do Sul (480 MW) e Bons

Ventos da Serra (24 MW), cujas respectivas energias foram comercializadas no leilão A-3/2011, as mudanças estruturais propostas pela medida provisória não alteram a geração de caixa de tais ativos.

Os 20% remanescentes do fundo foram alocados na empresa RBO Energia, que detém um portfólio de 10 PCHs (161 MW) e cuja primeira etapa do plano de negócios prevê a implantação de três projetos que totalizam 45,5 MW, podendo, esta sim, observar impactos diretos da MP 579. Dadas as condições recentes do ACR, decidimos que a estratégia de venda de energia para este tipo de ativo (PCH) seria canalizada apenas para o ACL. Desse modo, eventuais mudanças nas condições de preço praticadas no ACL, independentemente da direção, podem influenciar esta carteira de projetos. É importante ressaltar que a ANEEL não descarta a criação dos chamados leilões específicos para este tipo de fonte, dado o seu valor para a matriz elétrica nacional como um todo.

EFEITOS NAS ESTRAT[EGIAS DE INVESTIMENTO

Em renda variável, nossa estratégia não possuía exposição a nenhuma tese de investimento relacionada a elétricas ou a qualquer outro setor que tenha sido penalizado na onda de incertezas da MP 579. Todavia, com o melhor entendimento da situação, enxergamos que este evento poderia propiciar potenciais oportunidades de compra para empresas excessivamente penalizadas ou que eventualmente se beneficiarão do corte da tarifa. Os principais setores que terão margens afetadas positivamente pela medida são o siderúrgico, o petroquímico e o de autopeças.

Conclusão

O cronograma proposto pela MP e pelo decreto que a regulamenta aponta que as empresas que aceitarem as condições propostas devem manifestar-se até 15 de outubro. Em 1º de novembro saberão as tarifas que poderão praticar e, caso haja algum investimento não amortiza-

do, qual a indenização. Finalmente, terão 30 dias para decidir se concordam ou se não renovam suas concessões. Os novos preços de energia, considerando tanto a redução dos encargos quanto os novos preços das concessões, começarão a ser praticados em fevereiro de 2013.

As opiniões aqui expostas baseiam-se nas informações contidas na MP 579 editada dia 11 de setembro. Até o prazo para envio de emendas parlamentares, seis dias após a edição, foram propostas 431 emendas que deverão ser apreciadas por uma comissão mista e posteriormente pelas duas Casas do Congresso. A MP, para se tornar lei, deve ser votada na Câmara e no Senado em 120 dias corridos, descontado o recesso parlamentar, e sancionada pela Presidente sob pena de perder eficácia. Assim, a lei que eventualmente for aprovada pelo Legislativo pode ser substancialmente diferente da proposta pelo Executivo e deve gerar intenso debate até o prazo final.

CONCLUSÃO

Nossa impressão na Rio Bravo é a de que o atraso em abordar tal assunto fez com que a medida provisória saísse envada de incertezas, o que gerou insegurança substancial entre os agentes de mercado. Adicionalmente, independentemente do objetivo da MP 579, observamos que a proposta não representa uma redução homogênea dos componentes que formam o preço final de energia elétrica.

Consideramos também inquestionável que a medida foi ousada e que introduziu grande incerteza para este e outros setores regulados, mas ainda precisamos acompanhar a resolução das dúvidas listadas acima, inclusive a definição final da lei, para calcularmos ganhos e perdas de cada agente no setor.

Saiba mais:

Texto da Medida Provisória 579

http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2011-2014/2012/Mpv/579.htm

Quadro comparativo entre a legislação vigente e as propostas da MP 579

<http://www.senado.gov.br/atividade/materia/getPDF.asp?t=114565&tp=1>

Cronograma das etapas da renovação das concessões

<http://www.valor.com.br/brasil/2829282/prazo-para-prorrogar-concessao-no-setor-eletrico-vai-ate-4-de-dezembro>



Contatos

AUTORES

Sérgio Brandão
Gestor de investimentos
Infraestrutura
sergio.brandao@riobravo.com.br

Bruno Moraes
Analista de investimentos
Infraestrutura
bruno.moraes@riobravo.com.br

Evandro Buccini
Economista
evandro.buccini@riobravo.com.br

Gustavo Rodrigues
Analista de investimentos
Renda Variável
gustavo.rodrigues@riobravo.com.br

Geraldo Samor
Editor de Conteúdo
geraldo.samor@riobravo.com.br

RIO BRAVO INVESTIMENTOS

Mario Fleck
Chief Executive Officer
mario.fleck@riobravo.com.br

Gustavo Franco
Estrategista-chefe
gustavo.franco@riobravo.com.br

Paulo Bilyk
Chief Investment Officer
paulo.bilyk@riobravo.com.br

Rafael Alves Rodrigues, CFA
Diretor
Renda Variável
rafael.rodrigues@riobravo.com.br

Alexandre Fernandes e Souza
Diretor
Renda Fixa
alexandre.fernandes@riobravo.com.br

Luiz Eugenio Figueiredo
Diretor
Private Equity
luiz.figueiredo@riobravo.com.br

José Alberto Diniz
Diretor
Investimentos Imobiliários
jose.diniz@riobravo.com.br

Fábio Okamoto
Diretor
Infraestrutura
fabio.okamoto@riobravo.com.br

João Alberto Domenici, CFA, CFP
Diretor
Multi-Assets & Portfólios
joao.domenici@riobravo.com.br

Miguel Russo Neto
Diretor de Operações
miguel.russo@riobravo.com.br

Geraldo Samor
Editor de Conteúdo
geraldo.samor@riobravo.com.br

INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Fabio Ohara Ishigami
Diretor Responsável
11-3509-6646
fabio.ishigami@riobravo.com.br

Scheila Lofrano
11-3509-6687
scheila.lofrano@riobravo.com.br

Rafael Conrado
11-3509-6689
rafael.conrado@riobravo.com.br

Daniel Pettine G. Santos
11-3509-6679
daniel.santos@riobravo.com.br

Barbara Farhat
11-3509-6646
barbara.farhat@riobravo.com.br

PERSONAL ADVISORY

Felipe Vaz Guimarães
Diretor Responsável
11-3509-6622
felipe.guimaraes@riobravo.com.br

Julio Ortiz Neto
Diretor Responsável
11-3509-6618
julio.ortiz@riobravo.com.br

Rio Bravo Investimentos S.A.
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3.º andar
04551-065 São Paulo SP Brasil
Tel. (55 11) 3509-6600 / 2107-6600
Fax (55 11) 3509-6699 / 2107-6699
www.riobravo.com.br

Recomendações ao investidor: As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo.