

Contribuição ARX Capital - Audiência Pública Nº 43/2003

O item III.1 da Nota Técnica Nº 214/2003 prevê para a determinação do Fator X um componente de produtividade Xe. Da forma descrita nessa nota técnica, esse componente deve neutralizar qualquer ganho econômico que as distribuidoras obtenham em função do crescimento de seu mercado entre suas revisões tarifárias quadrianuais. Qualquer ganho obtido nesse período deve ser descontado a *posteriori* da remuneração determinada para o ciclo quadrianual seguinte (na revisão tarifária quadrianual). Se o mercado crescer mais do que 2,5% acima do previsto, esse ajuste seria feito no próprio Fator-X do ano seguinte sem precisar aguardar a revisão quadrianual.

O efeito prático dessa medida é que as distribuidoras deixariam de se beneficiar do crescimento de seu mercado, mesmo daquele existente entre revisões tarifárias quadrianuais. No exercício abaixo, simulamos a diferença do lucro operacional após impostos de uma distribuidora durante o ciclo de 4 anos com e sem o benefício do crescimento de mercado.

| CICLO QUADRIANUAL | | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| | Ano 0 | Ano 1 | Ano 2 | Ano 3 | Ano 4 | Ano 5 | Ano 6 ... |
| Cenário Com Crescimento | | | | | | | |
| Crescimento Real do Lucro Operacional (*) | | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% ... |
| Lucro Operacional Após Impostos (**) | 100.0 | 104.0 | 108.2 | 112.5 | 117.0 | 100.0 | 104.0 ... |
| Média Anual do Ciclo a Valor Presente (***) | 85 | | | | | | |
| Cenário Sem Crescimento | | | | | | | |
| Crescimento Real do Lucro Operacional (*) | | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% ... |
| Lucro Operacional Após Impostos (**) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 ... |
| Média Anual do Ciclo a Valor Presente (***) | 77 | | | | | | |
| Varição Lucro Operacional Após Impostos | | | | | | | |
| Varição Valor da Firma (****) | | | | | | | |
| Relação Dívida Líquida / Capital Total | | | | | | | |
| Varição Valor das Ações | | | | | | | |

(*) Inclui apenas crescimento de lucro decorrente do crescimento de mercado de energia e permitido por regulador.

(**) Em moeda de poder aquisitivo constante. Inclui apenas retorno permitido por regulador.

(***) Ciclo de 4 anos. Utilizamos a taxa de desconto real de 11,3% a.a., WACC utilizado por Aneel nas revisões tarifárias.

(****) Assumimos depreciação = investimento de manutenção e reposição.

Assumindo 4% a.a. para o crescimento real do lucro operacional decorrente exclusivamente do crescimento de mercado, verifica-se que a rentabilidade média das operações a valor presente cairá cerca de 9% com a implementação da proposta da Nota Técnica. Isso significa que o valor econômico das distribuidoras sem alavancagem financeira cairá 9%. Considerando uma distribuidora com a alavancagem proposta pela Aneel de 50% de dívida/capital total, isso implica em queda de 18% no valor de suas ações.

Abaixo fazemos uma sensibilidade para o efeito no valor das ações das distribuidoras assumindo diferentes níveis de alavancagem financeira e de crescimento:

Varição do Valor das Ações

| | | Dívida Líquida/Capital Total | | | | | |
|---|----|------------------------------|------|------|------|------|------|
| | | 0% | 20% | 40% | 50% | 60% | 80% |
| Crescimento Real Anual de Lucro Operacional | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| | 1% | -2% | -3% | -4% | -5% | -6% | -12% |
| | 2% | -5% | -6% | -8% | -9% | -12% | -23% |
| | 3% | -7% | -9% | -11% | -14% | -17% | -34% |
| | 4% | -9% | -11% | -15% | -18% | -22% | -45% |
| | 5% | -11% | -14% | -18% | -22% | -28% | -55% |
| | 6% | -13% | -16% | -22% | -26% | -33% | -65% |

Fica claro, assim, que essa proposta leva a uma perda substancial de valor econômico para as distribuidoras. Essa medida deve ser bastante prejudicial do ponto de vista de atração de investimentos, pois um dos poucos incentivos que havia para um investimento em distribuição era a crença em um crescimento econômico superior que viria em benefício do investidor. Com o Xe, a percepção sobre o crescimento econômico do país perde relevância na decisão de investimento, eliminando um possível argumento para novos investimentos em distribuição de energia.

Este documento confidencial é destinado somente para fins informativos e não representa de forma alguma uma oferta de venda de nenhum produto.
 Esta apresentação é incompleta sem uma exposição oral do ARX Capital Management Ltda.
 Estes documento ou nenhuma parte dele pode ser usado para qualquer outro propósito sem o prévio consentimento escrito da ARX Capital Management Ltda.
 As informações de mercado contidas neste relatório foram obtidas de fontes de mercado. Apesar de todo o cuidado na coleta e manuseio destas informações, a ARX Capital Management Ltda não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas.
 Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que a apresentação foi editada, podendo mudar sem aviso prévio.
 Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas.
 Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e o regulamento do fundo ao aplicar seus recursos.
 Rentabilidade passada não é garantia de resultados futuros.
 Produto não garantido pela Instituição Administradora, Gestora e Fundo Garantidor de Créditos – FGC.
 Produto pode apresentar perdas de capital investido em decorrência de sua política de investimento.
 As informações acima não devem ser consideradas como oferta para aquisição de cotas de referido fundo.
 Fundo distribuído pela Mellon Brascan Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários.