



São Paulo, 02 de dezembro de 2019

DEINFRA ENE F000802

CONSULTA PÚBLICA ANEEL Nº 026/2019

Metodologia de cálculo e atualização da taxa regulatória de remuneração do capital dos segmentos de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica



A Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP) apresenta suas contribuições no âmbito da Consulta Pública nº 026/2019 da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), cujo objetivo é “*obter subsídios para definição de metodologia de cálculo e atualização da taxa regulatória de remuneração do capital*”.

CONSIDERAÇÕES INICIAIS

A técnica utilizada para o estabelecimento do custo de capital regulatório, baseada no binômio WACC/CAPM, pondera o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros (dívida) em função de uma estrutura de capital ótima, determinado pelo nível de alavancagem regulatório da concessionária. A equação geral para estimar o WACC é dada por:

$$r_{WACC} = r_E \cdot \frac{We}{We + Wd} + r_D \cdot \frac{Wd}{We + Wd} \cdot (1 - T)$$

Onde:

r_{WACC} : custo médio ponderado do capital.

r_E : custo de capital próprio (*equity*).

r_D : custo de capital de terceiros antes dos impostos (custo da dívida ou *debt*).

We e Wd os montantes de capital próprio e de terceiros, respectivamente.

T: taxa de impostos (Imposto de Renda Pessoa Jurídica – IRPJ e Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido – CSSL).

Para estimar o Custo de Capital Próprio, a ANEEL adota o método do CAPM, que se baseia na premissa de que os ativos da concessão representam alternativas de investimentos que competem com outros ativos pelos recursos dos investidores, onde o retorno é diretamente proporcional ao risco. Em síntese, reflete o custo de oportunidade do investidor ao empregar seu capital no negócio.

A equação para o custo de capital próprio, segundo a metodologia anterior, é dada por:

$$r_E = r_f + \beta_e \cdot (r_m - r_f) + r_p$$

Onde:

r_E : custo de oportunidade do capital próprio.

β_e : Risco sistemático da indústria sob análise.

r_f : taxa de retorno de um ativo livre de risco.

r_m : retorno de carteira diversificada (*equity risk premium*).

r_p : risco país.



A ANEEL sugere algumas simplificações nessa nova metodologia.

Já o Custo de Capital de Terceiros, segundo a metodologia anterior, utiliza a metodologia conhecida por “CAPM da dívida”, dado pela seguinte expressão:

$$r_D = r_f + r_c + r_p$$

Onde:

r_f : taxa livre de risco

r_c : risco de crédito

r_p : prêmio de risco país

Para o Custo de Capital de Terceiros a ANEEL também propõe simplificações na metodologia. Essas mudanças propostas serão discutidas a seguir.

CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

De acordo com a teoria do WACC/CAPM, o Custo de Capital Próprio representa a remuneração esperada pelo investidor ao empregar seu capital no negócio regulado. Neste item, a ANEEL propõe mudanças consideráveis na metodologia.

Taxa Livre de Risco e Risco País

A ANEEL, por meio do Relatório de AIR nº 9/2019 – SRM/ANEEL, propõe manter a metodologia apresentada na Audiência Pública nº 009/2019: utilizar os títulos do Tesouro Nacional indexados ao IPCA (NTN-B) como base da Taxa Livre de Risco. Esta sistemática substitui o conceito anteriormente adotado, de representar a taxa brasileira como o somatório da taxa livre de risco americana, dada pelo rendimento dos títulos do Tesouro Americano (T-Bonds) com *maturity* 10 anos, e um prêmio de risco país, considerando a série do EMBI+BR, ambos atualizados pela inflação americana.

A FIESP ratifica o posicionamento de que a escolha da variável local é consistente e que, apesar da volatilidade característica, ela representa a taxa livre de risco real, ou seja, aquela na qual as empresas que atuam no Brasil estão sujeitas. Na oportunidade da contribuição para a AP 009/2019, a FIESP apresentou um comparativo entre as duas metodologias, onde é possível observar a alta correlação entre as duas séries.

Em relação à proposta de utilizar todos os títulos disponíveis, sem qualquer filtro dos vencimentos, a FIESP reconhece a necessidade de simplificação, mas insiste no conceito de que esses vencimentos devem ser compatíveis com a taxa de amortização da Base de Remuneração Regulatória. Sem essa restrição, perde-se o sentido de que a taxa livre



de risco deveria ser um investimento compatível com os ativos da concessão. Neste sentido, a FIESP concorda com a proposta da agência de utilizar os títulos com vencimento superior a 5 anos, mas entende que o mais adequado seria também limitar o uso aos títulos com vencimento inferior a 15 ou 20 anos, dado que já se teria uma amostra representativa do estoque das NTN-B.

Prêmio de Risco do Negócio e Financeiro

A ANEEL propõe manter a média do beta das empresas americanas membros do Edison Electric Institute – com ao menos 50% dos ativos em transmissão ou distribuição – em relação ao retorno de mercado medido pelo índice S&P500, com diferenciação na alavancagem média das concessões de transmissão e distribuição.

A FIESP concorda com a argumentação de que utilizar um beta local ou global não são soluções robustas o suficiente para indicar o retorno específico do negócio. A opção por adotar um mercado maduro e com histórico suficiente para a regressão é mais consistente. Por isso, a FIESP apoia a utilização do retorno das empresas americanas sobre o S&P500 como base para o cálculo do beta.

Quanto à diferenciação de segmentos, a FIESP não concorda com a proposta da ANEEL de adotar um prêmio para o segmento de distribuição, calculado a partir da diferença verificada na remuneração do capital de terceiros entre os dois segmentos. Essa distinção deve ser obtida por meio da separação dos betas, ou seja, deve-se apurar um beta específico para o segmento de distribuição e outro para transmissão, separando as empresas americanas utilizadas no cálculo.

Essa separação será menos discricionária do que adotar um adicional com base no capital de terceiros, que possui *drivers* diferentes daqueles utilizados para o capital próprio. Além disso, se a metodologia do capital de terceiros for baseada em debêntures, não há como avaliar se o mercado brasileiro é maduro o suficiente para se utilizar a expectativa de um investidor privado, interessado, basicamente, no rendimento do título, de refletir a diferença de riscos de negócio entre os segmentos de transmissão e distribuição. É o mercado de ações que determina o risco do capital próprio, não as operações com debêntures.

CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

No contexto da AP 09/2019, a FIESP argumentou considerar prematura a mudança proposta pela ANEEL para cálculo do custo de capital de terceiros, em virtude da baixa representatividade das debentures no estoque de dívida das empresas de transmissão

e distribuição de energia elétrica. Além disso, discordou do uso feito pela agência de dados prospectivos, obtidos do Boletim Focus, em virtude da incerteza adicionada pelo uso de tais dados.

Com relação ao segundo ponto, a ANEEL atendeu ao pleito da FIESP e de outros agentes do mercado, e propôs o uso das taxas referenciais disponibilizadas pela BM&F, segmento da B3. A FIESP considera essa proposta mais coerente do que a anterior, pois representa mais adequadamente qual o risco percebido pelos agentes no momento da emissão das debêntures. Assim, caso a agência opte pelo uso de debêntures no cálculo do capital de terceiros, defendemos que as taxas referenciais (DI e IPCA) sejam aplicadas.

De forma geral, a FIESP mantém seu entendimento sobre o uso de debêntures como a única *proxy* para estimativa do custo de capital de terceiros, especialmente considerando o recorte feito pela agência de debêntures vinculadas ao CDI. A fim de aumentar a representatividade da amostra, a FIESP defende a utilização também das debêntures atreladas ao IPCA. Ainda que haja a dificuldade de utilizá-las, destaca-se que há, na literatura nacional, proposta de aplicação delas para estimativa do custo de capital de terceiros. É o caso da Nota Técnica “Metodologia de Cálculo do WACC – concessões públicas”, do Ministério da Fazenda, de dezembro de 2018¹.

Ali propõe-se a seguinte metodologia para uso das debêntures incentivadas:

“Com base na avaliação de que a capacidade do mercado de debêntures de infraestrutura com incentivo fiscal é insuficiente para a necessidade de financiamento dos projetos de infraestrutura considerados prioritários, foi feito tratamento para que o efeito do benefício tributário sobre estas debêntures fosse retirado para o cálculo da taxa (yield). Esse tratamento consistiu no seguinte procedimento:

- i. obter uma taxa nominal equivalente, a partir da adição da taxa de inflação projetada;*
- ii. dividir este valor por 0,85, a título de reversão do benefício tributário; e*
- iii. retirar novamente a taxa de inflação, obtendo-se uma taxa real.*

Ou seja, mesmo se reconhecendo que as debêntures incentivadas representam um pequeno espectro do mercado de debêntures no país, propôs-se seu uso, mediante tratamento matemático que retira o benefício tributário recebido por estas – sendo, assim, possível compará-las com as demais.

¹ Disponível em: <https://bit.ly/2qifnLy> [Acesso em 29/11/2019]



Outro aperfeiçoamento que pode ser feito pela ANEEL é utilizar uma média ponderada entre o custo de captação via emissão de debêntures (metodologia acima) e o custo de captação via bancos públicos, já que esta última tem praticamente a mesma representatividade que as debêntures no estoque de dívida total das empresas de transmissão e distribuição (conforme Relatório Análise de Impacto Regulatório nº 1/2019-SEM/ANEEL).

Neste sentido, uma metodologia a ser considerada pela ANEEL é aquela proposta na Nota Técnica SEI nº 1151/2019², da ANTT, que trata sobre cálculo do WACC do segmento de concessões rodoviárias. Basicamente, propõe-se ponderar o custo de cada uma das dívidas pela sua participação média no estoque total de dívidas das empresas do segmento em avaliação.

No caso em análise, poderia ser feita uma distinção entre os segmentos de Geração e Transmissão e o de Distribuição, considerando o estoque de dívida de cada uma e, assim, ponderar pelo custo de emissão das debêntures e o custo médio de captação em bancos públicos.

Para estimativa do custo médio dos bancos públicos, a *proxy* proposta pela ANTT é utilizar as taxas de captação via BNDES, dado ser a fonte preferencial de financiamento no segmento analisado. No caso do setor elétrico, observa-se que em torno de 65% do financiamento contraído em bancos públicos é do BNDES. De qualquer forma, trata-se de uma amostra significativa, e se poderia utilizar um indicador que adiciona à TLP, a remuneração do BNDES e o prêmio de risco de crédito estimado pelo banco.

ESTRUTURA DE CAPITAL

Para a estrutura de capital a ANEEL manteve sua proposta de cálculo endógeno, a partir da relação entre Dívida Líquida sobre o EBITDA das empresas, equivalente a 2,5x.

A utilização dessa relação Dívida Líquida/EBTIDA resulta em uma estrutura de capital com endividamento de 33,4% no caso de transmissoras e geradoras e de 36,8% no caso das distribuidoras, considerando o ano-base 2019.

Assim como havia se manifestado no âmbito da AP 09/2019, a FIESP considera razoável a utilização da metodologia proposta pela ANEEL, todavia mantém seus questionamentos a respeito da escolha feita pela agência a respeito do número 2,5x (Dívida Líquida/EBTIDA). Ainda que tenha apresentado uma justificativa para a

² Disponível em: <https://bit.ly/2OJEpwy> [Acesso em 29/11/2019]

escolha desse valor, a agência reconheceu que se trata de decisão discricionária e que existe uma região, em tese, apta para seleção: entre 2,5x e 3,5x. Conforme a própria ANEEL destaca, “a definição do ponto ótimo para fins regulatórios, dentro dessa região pode ser subjetiva” – inclusive sendo este um ponto negativo da metodologia proposta.

O problema é que essa escolha discricionária tem grande relevância para a definição da estrutura ótima de capital e para o cálculo do WACC. Para ilustrar este ponto, apresenta-se na tabela abaixo um teste de sensibilidade dentro da “região de subjetividade” definida pela ANEEL – relação entre 2,5x e 3,5x, ano-base 2019:

Tabela 1. Definição da estrutura de capital - teste de sensibilidade

Dív. Líquida/ EBTIDA	Estrutura de capital – G/T	WACC real – G/T	Estrutura de capital – D	WACC real – D
2,5x	33,43%	7,32%	36,83%	7,79%
2,75x	36,57%	7,26%	40,27%	7,11%
3,0x	39,68%	6,71%	43,67%	7,05%
3,25x	42,75%	6,66%	47,02%	6,99%
3,5x	45,79%	6,61%	50,34%	6,94%

Observa-se que, para o intervalo analisado, a estrutura de capital varia mais de 10 p.p., com impacto sobre a taxa WACC de até 0,8 p.p. – resultado nada desprezível.

Na visão da FIESP, o principal problema da escolha feita é que ela não contribui com a alocação ótima (ao menos sob o viés regulatório) dos recursos próprios e de terceiros na composição do capital das empresas. Para contribuir com essa reflexão, trazemos alguns exemplos internacionais, que demonstram a estrutura média de capital das empresas de energia elétrica.

Relatório divulgado pelo “*Council of European Energy Regulators*” (CEER), em janeiro de 2019, demonstrou que o nível de alavancagem utilizado pelos reguladores da maioria dos Estados Membros da União Europeia, no cálculo da taxa de remuneração, se encontra entre 40 e 60%³.

Já levantamento feito pelo prof. Aswath Damodaran⁴ (Universidade de Nova Iorque), baseado em uma amostra de empresas do mercado global, aponta que para empresas americanas do setor de energia (universo de 51 empresas), a alavancagem média é de 44,26%; no mercado europeu (66 empresas), de 46,74% – em linha com CEER; em mercados emergentes (360 empresas), 50,84%; e na média global (529 empresas) de 50,25%.

³ Disponível em: <https://bit.ly/2OIIUs0> [Acesso em 02/12/2019]

⁴ Disponível em: <https://bit.ly/2RmAHe3> [Acesso em 02/12/2019]



Assim, mais uma vez, a FIESP propõe que a agência reconsidere sua escolha do valor 2,5x para relação Dívida Líquida/EBTIDA e utilize o valor de 3,5x, por conduzir a uma estrutura de capital mais aderente ao realmente praticado por empresas nacionais e internacionais do setor de energia elétrica.

JANELAS TEMPORAIS

A ANEEL reavaliou sua proposta de padronização da janela dos parâmetros de cinco para dez anos, exceto para o prêmio de risco de mercado, para a estrutura de capital e para os dados projetados de CDI e inflação (Boletim Focus). A proposta é que essa janela maior sirva de transição, até alcançar períodos de cinco anos, acatando contribuição feita pela FIESP e por outros agentes.

Nesse sentido, a FIESP apoia integralmente a nova proposta da agência para as janelas temporais, por entender que ela colabora com a estabilidade e a previsibilidade regulatória.

ATUALIZAÇÃO DOS PARÂMETROS

Para a atualização dos parâmetros, a ANEEL manteve sua proposta de ajuste com periodicidade anual. Isto é, a taxa WACC será calculada anualmente.

Sobre esta proposta, a FIESP reitera seu alerta sobre a possibilidade de ocorrerem atrasos de projetos em função da expectativa de aumento da taxa, pois em alguns casos será vantajoso postergar investimentos na concessão. Esta é uma decisão legítima e racional de negócio, que pode ser mitigada com o sinal adequado ao investidor.

Nesse ponto, também vale lembrar que o modelo regulatório dos setores de transmissão e distribuição é de regulação por incentivos, ou seja, a taxa WACC não se deve confundir com uma taxa de retorno assegurada, para a qual faria mais sentido a atualização com prazos mais curtos. O sinal adequado ao investidor é função dos sinais econômicos de longo prazo emitidos pela economia do país.

Portanto, para a FIESP, manter a metodologia atual, de uma taxa WACC fixa por ciclo, é a opção mais correta, pois dá maior estabilidade para o investidor e mantém o modelo mais tradicional de regulação por incentivos.



CONCLUSÃO

Após a argumentação acima relacionada, a FIESP apresenta o resumo das contribuições para a Consulta Pública nº 026/2019:

- Aplicar taxas de remuneração regulatória distintas para cada atividade (GTD);
- Mudar a taxa livre de risco para os rendimentos das NTN-B, com ressalva de selecionar os títulos com vencimentos compatíveis com a taxa de amortização da BRRL (vencimentos superiores a 5 anos e inferiores a 15 ou 20 anos);
- Calcular parâmetro beta distinto para cada atividade regulada, com base nas empresas norte-americanas;
- Não utilizar apenas as debêntures CDI+ como driver para determinação do capital de terceiros;
- Considerar o uso das debêntures incentivadas, fazendo os devidos ajuste para retirada do benefício tributário;
- Ponderar entre o custo de captação via emissão de debêntures e via financiamento de longo prazo (basicamente, bancos públicos);
- Utilizar as taxas referencias da BM&F B3 para estimativa das taxas de emissão das debêntures, na data de sua emissão;
- Utilizar o valor de 3,5x para a relação Dívida Líquida/EBITDA na determinação da estrutura de capital regulatória;
- Aplicar janelas temporais padronizadas em 10 anos, exceto para Beta, prêmio de risco mercado e estrutura de capital, como transição para períodos menores, de cinco anos;
- Manter a aplicação da taxa WACC fixa para o ciclo tarifário.

Atenciosamente,

Carlos A. Cavalcanti

Vice-Presidente da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo – FIESP

Diretor Titular do Departamento de Infraestrutura da FIESP