

**CONTRIBUIÇÕES REFERENTES À CONSULTA PÚBLICA Nº 26/2019**

**NOME DA INSTITUIÇÃO: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE GRANDES  
CONSUMIDORES INDUSTRIAIS DE ENERGIA E DE CONSUMIDORES  
LIVRES – ABRACE**

**AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA – ANEEL**

**ATO REGULATÓRIO:** Consulta Pública nº 26/2019

**Objeto:** Obter subsídios para definição de metodologia de cálculo e atualização da taxa regulatória de remuneração do capital.

## **1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS**

A ABRACE, associação setorial que representa os grandes consumidores industriais de energia, congrega 55 das maiores indústrias brasileiras, que em conjunto são responsáveis por cerca de 40% do consumo industrial de energia elétrica no País. Motivada pela busca da modernização e competitividade, da atratividade para novos investimentos e da maturidade do setor, a Associação vem participando e contribuindo ao longo do tempo nas discussões que envolvem o assunto energia no âmbito das indústrias.

Com esse objetivo, a ABRACE apresenta neste documento suas considerações sobre a metodologia de cálculo e atualização da taxa regulatória de remuneração do capital.

O tema tratado na presente consulta pública incita grande interesse de todos os agentes do setor, e, sobretudo, explicita a relevância do papel do agente regulador nessa discussão. O estabelecimento do WACC<sup>1</sup>, quando bem estruturado e bem calibrado, tem o papel de proporcionar a devida remuneração dos agentes regulados, de modo a limitar a prática de abusos sobre os ganhos percebidos.

Portanto, torna-se fundamental a ação eficaz da agência reguladora sobre a definição metodológica, uma vez que não oportunize ações imoderadas de ganhos de capital, e conseqüentemente, não gere significativos impactos sobre a tarifa percebida pelo consumidor.

## 2. HISTÓRICO

O Submódulo 2.4 do PRORET prevê a metodologia de cálculo da estrutura ótima de capital e do custo de capital a serem utilizados para cálculo das revisões tarifárias das concessionárias de serviço público de concessão.

Sua última atualização foi realizada em 2014, com vigência a partir de 2015. No período de sua elaboração, a próxima atualização dos parâmetros estava prevista para ocorrer em 2017, para entrada em vigência do novo WACC entre 2018 e 2020. Entretanto, em 6 de março de 2018, a diretoria da ANEEL decidiu por unanimidade revogar a previsão de sua atualização para o segmento de distribuição, prorrogando-se a utilização da taxa então vigente por mais 2 anos. Em adição, foi estabelecida a revisão metodológica para 2019, e aplicação em 2020.

A discussão acerca da revisão metodológica para os demais segmentos, a citar a transmissão e a geração, tomou a mesma orientação, de modo a estabelecer que seja realizada uma análise metodológica conjunta. Diante dessas decisões, foram mantidos o nível de remuneração de capital dos agentes em 8,09%, em termos reais depois de impostos.

Sobre este aspecto, foi explicitado pela ANEEL, por meio da Nota Técnica nº 115/2019, que a revisão metodológica da RAP referente aos contratos tratados sejam revistos após conclusão da presente discussão de revisão do WACC.

Desse modo, considera-se coerente que a revisão das bases de remuneração não somente dos transmissores, mas também dos geradores e das distribuidoras

---

<sup>1</sup> Do inglês *weighted average cost of capital*, pondera o custo médio de capital das empresas reguladas.

sejam revistos após definição da metodologia de WACC, uma vez que os dados instituídos entre 2018 e 2019 tratavam-se de dados provisórios.

### 3. TAXA LIVRE DE RISCO

Conforme já demonstrado em manifestações de audiências e consultas públicas anteriores acerca deste tema, a ABRACE entende que a aplicação da média do retorno dos títulos do governo americano seja a opção mais adequada, uma vez que melhor reflete a remuneração sobre ativo de menor risco disponível do mercado, com baixo risco de inadimplência do emissor. Além deste principal fator, a referenciação pelos títulos americanos é coerente com o nível de liquidez elevado, assim como a livre negociação, fundamentos para a caracterização de título livre de risco.

Por outro lado, torna-se compreensível o posicionamento da agência reguladora ao optar pela aplicação do título público brasileiro, diante da simplificação de aplicação e representatividade. A partir da adoção de um título nacional, minimiza-se a discricionariedade da agência ao retirar a necessidade de cálculo da projeção de inflação americana, assim como inclusão do risco-país, devido à conversão da rentabilidade americana ao nível nacional. Ante a adoção do título público brasileiro, **entende-se que não há necessidade de inclusão de outro índice que valora o risco, uma vez que este esteja implícito nos juros reais observados.**

Reforça-se o entendimento já externalizado por esta Associação de que a NTN-B, por não satisfazer o requisito de baixo risco, não pode ser considerada livre de risco – o fato de o Brasil não ter sequer grau de investimento segundo as maiores instituições de análise de crédito ilustra esse fato. Desse modo, apesar das vantagens enxergadas pela agência reguladora, é mantido o entendimento desta Associação de que a aplicação de títulos americanos, por ora, seja a melhor referência para a aplicação de título livre de risco. Em momentos futuros, uma vez que seja concedida a classificação de investimento ao país, tornar-se-ia coerente a adoção do título nacional.

Até o presente momento, dada a falta de classificação de investimento dos títulos brasileiros, propõe-se pela adoção do título americano como referência de taxa livre de risco.

#### 4. PRÊMIO DE RISCO DO NEGÓCIO E FINANCEIRO

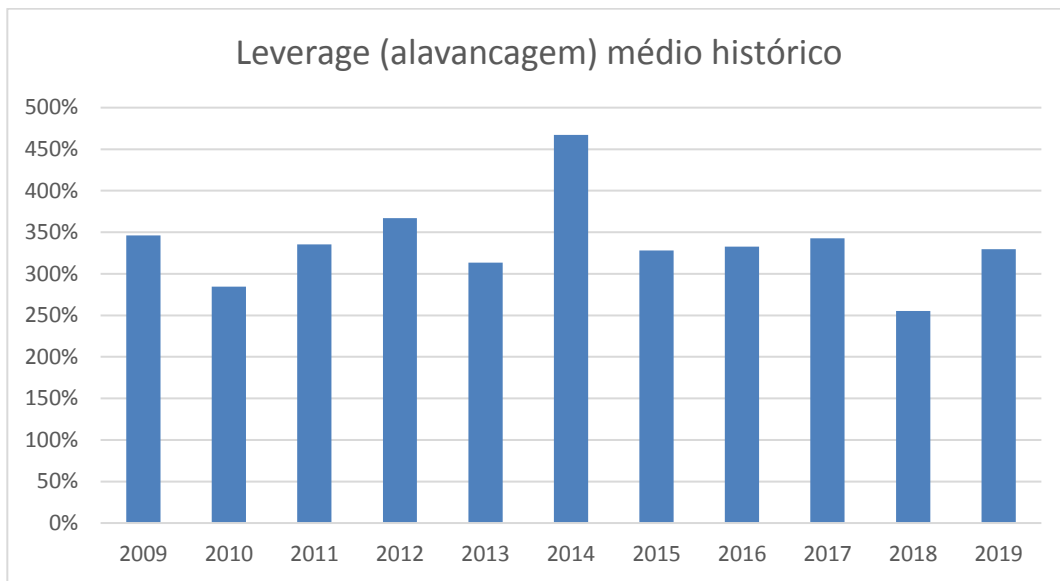
Esta Associação corrobora com o entendimento da agência reguladora em manter a referência do mercado americano para definição do prêmio de risco do negócio e financeiro. A representatividade do índice S&P 500 é considerada a melhor dentre as alternativas levantadas, e diante das desvantagens apontadas para as demais opções, torna-se coerente manter a metodologia atual.

#### 5. ESTRUTURA DE CAPITAL

No tocante à metodologia de definição de estrutura de capital, esta Associação externaliza sua preocupação acerca da nova metodologia proposta pela agência reguladora. Colocou-se em proposição a adoção de um indicador valorado em 2,5x sobre a relação Dívida Líquida/EBITDA, com o objetivo de estabelecer a estrutura de capital regulatória. Com a aplicação deste indicador, é obtida uma composição de capital regulatória de 66,57% de capital próprio, frente à 33,43% de terceiros, com referência aos dados de 2019.

Segundo a própria agência, esta metodologia “tem a finalidade de estabelecer uma estrutura de capital consistente com os fins da regulação econômica por incentivo”. Entretanto, a utilização de dívida líquida como único parâmetro de estrutura de capital não é capaz de refletir a realidade das empresas do setor elétrico brasileiro. Uma das evidências dessa afirmativa é o elevado nível de *leverage* (alavancagem) das empresas calculado pela relação entre o total de ativos e o patrimônio líquido que constam das demonstrações financeiras e balanços patrimoniais.

Em termos simplificados, a alavancagem indica a participação de terceiros na estrutura do capital da empresa. E, para análise deste indicador, foi realizado um levantamento de dados de 40 empresas do setor elétrico brasileiro com participação no mercado de ações na Bovespa, para os últimos 10 anos. O resultado obtido está resumido no gráfico a seguir, e, adicionalmente, foram disponibilizados os dados na planilha, ao fim deste documento, em anexo.



**Gráfico 1: Alavancagem média de 40 empresas do setor elétrico brasileiro entre 2009 e 2019<sup>2</sup>.  
Elaboração própria.**

A partir desses dados, é possível verificar que não houve, dentro do período de 10 anos na amostra analisada, nível de alavancagem médio inferior a 250%. Em outras palavras, o ativo total analisado, composto majoritariamente por capital de terceiros, é consideravelmente superior ao patrimônio líquido, ou capital próprio, das empresas. Sobre este aspecto, a relação média calculada a partir desta constatação é de 30% de capital próprio, e 70% de capital de terceiros.

Tal resultado se opõe completamente à estrutura apresentada pela agência reguladora, ao adotar a simples relação Dívida Líquida/EBITDA de 2,5x, que resulta na proporção média de 65% de capital próprio e 35% de terceiros. E, este resultado impacta diretamente o consumidor, visto que a remuneração de capital próprio requer uma remuneração maior do que aquele requerido por terceiros.

Desse modo, a aplicação de um indicador a partir da simples relação de Dívida Líquida/EBITDA, apenas, não reflete a verdadeira estrutura de capital das empresas, de modo a distorcer o real ganho delas. Uma estrutura de capital distorcida transfere montantes bilionários dos consumidores para os acionistas das empresas, e tal prática acaba sendo incentivado pela própria regulação, ao definir uma metodologia de WACC que permite a maximização de ganhos pelo agente regulado.

<sup>2</sup> Dados de 2019 referentes a setembro/2019.

Assim, caso a agência reguladora opte em manter a metodologia simplificada pela análise da relação Dívida Líquida/EBITDA, sugere-se pela aplicação de **no mínimo 4x a Dívida Líquida/EBITDA**, com vistas a refletir o ganho real das empresas e minimizar os repasses incongruentes aos consumidores.

## 6. CUSTO DE EMISSÃO

Acerca da inclusão de custos de emissão sobre os valores de remuneração do capital regulatório, enxerga-se como uma medida incabível, visto que se tratam de custos do âmbito administrativo. Cabe ressaltar que custos administrativos não devem ser tratados como custos de capital.

Ademais, questiona-se se existe prática usual desta medida por outros agentes reguladores. Diante da introdução de novos mecanismos de remuneração, considera-se fundamental o apoio destas medidas por *benchmarks*.

Por fim, os referidos custos de emissão podem variar de acordo com as escolhas do agente, e, caso a agência reguladora garanta remuneração para essas decisões, estará induzindo à ineficiência de suas ações. E, importa destacar que as práticas de ineficiência do setor são sempre indesejáveis, de modo a gerar maior impacto aos consumidores, pagantes da conta de toda essa remuneração.

Diante do exposto, solicitamos à agência que retire da proposta de alteração regulatória de cálculo do WACC a remuneração pelos custos de emissão.

## 7. AJUSTE FINANCEIRO

Conforme explicitado no histórico, houve, por escolha da agência reguladora, a tomada de decisão pela postergação da atualização do WACC para os agentes de distribuição, transmissão e geração durante 2 anos. Naquele período, diante do cenário político-econômico do país, a tendência de variação do nível de remuneração do capital era negativa, de modo a reduzir os montantes a serem repassados para os citados agentes.

Entretanto, a medida tomada pela agência manteve o elevado nível de remuneração dos agentes concessionários, e induziu a impactos relevantes aos consumidores. Estima-se que esta diferença pretérita na taxa do WACC G-T-D impactou os consumidores em pelo menos R\$ 1 bilhão.

Diante da vigência da nova metodologia de WACC e sua atualização, solicita-se à ANEEL que **os montantes repassados para os segmentos de transmissão, geração e distribuição durante o período de vigência do WACC provisório, dado entre 2018 e 2019, sejam revistos, e que os devidos ajustes financeiros para os 3 segmentos sejam realizados o mais breve possível por meio de revisões tarifárias extraordinárias.**

Sobre este aspecto, importa salientar que a seletividade por parte do regulador em aplicar a retroatividade de cálculo somente para o segmento da transmissão, desconsiderando a revisão para distribuição e geração, é insensato, sobretudo, dado de forma unilateral. A simples decisão de diretoria da agência reguladora em postergar a atualização do WACC, que conforme já exposto anteriormente, transferiu significativos montantes dos consumidores para os acionistas dessas empresas, não justifica a escolha por não aplicar a retroatividade de alguns agentes. **Deve-se manter a equidade regulatória e, sobretudo, a justa aplicação da remuneração dos agentes regulados, principalmente quando da extrapolação do devido valor, uma vez que se trata de atividade de prestação de serviço público.** Fica o questionamento, caso a taxa WACC revista para os anos de 2018 e 2019 fosse superior ao atual valor provisório, os agentes impactados estariam de acordo com a não retroatividade?

Por fim, sugere-se que para aplicação do WACC 2020, seja aplicada a base de dados de 2019 completa, de modo a obter a melhor previsão de remuneração.

## 8. RESUMO DAS CONTRIBUIÇÕES ABRACE

Ante o exposto, a ABRACE sugere:

- 1) Manutenção do título americano como referência da taxa livre de risco, pelo menos até que seja concedida a classificação de investimento ao país;
- 2) Caso seja adotada a NTN-B como taxa livre de risco, não inserir outro índice de risco, uma vez que já está implícito nos juros reais observados;
- 3) Manutenção da referência do mercado americano para definição do prêmio de risco do negócio e financeiro;
- 4) Estabelecer no mínimo 4x a relação Dívida Líquida/EBITDA, de modo a refletir melhor a realidade da estrutura de capital das empresas brasileiras de energia elétrica;
- 5) Retirar a previsão da remuneração dos custos de emissão;
- 6) Revisar todas as remunerações regulatórias dos segmentos de transmissão, distribuição e geração durante o período em que foi estabelecido o WACC provisório.



**ANEXO**  
**Leverage das empresas do setor elétrico brasileiro – 2009 a 2019 (dados até setembro/19)**  
**Fonte: Ibovespa, 2019.**

Segmento	Ticker	Empresa	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
T	TRPL	TRAN PAULIST	167%	168%	157%	149%	138%	138%	143%	194%	185%	152%	151%
D	ELPL	ELETROPAULO	688%	644%	789%	503%	468%	451%	378%	294%	268%	305%	361%
D	ENGI	ENERGISA	692%	676%	574%	544%	837%	988%	306%	341%	326%	306%	446%
G	EGIE	ENGIE BRASIL	369%	376%	286%	218%	230%	241%	236%	225%	227%	253%	262%
H	CPFE	CPFL ENERGIA	327%	411%	461%	529%	528%	505%	442%	451%	388%	309%	332%
T	TAEF	TAESA	214%	188%	185%	195%	202%	205%	213%	235%	288%	182%	188%
D	AESL	AES SUL	259%	254%	259%	267%	435%	350%	350%	303%	325%	341%	346%
G	TIET	AES TIETE E	262%	499%	438%	260%	230%	480%	420%	386%	373%	437%	494%
T	AFLT	AFLUENTE T	105%	105%	122%	115%	114%	109%	108%	117%	114%	111%	
GT	ALUP	ALUPAR	324%	337%	295%	353%	399%	364%	326%	456%	418%	423%	466%
D	CBEE	AMPLA ENERG	284%	277%	278%	357%	311%	240%	230%	255%	285%	272%	329%
D	CEBR	CEB	918%	637%	575%	509%	570%	1530%	790%	410%	419%	433%	516%
D	CEED	CEEE-D	-112%	-177%	-308%	-280%	-686%	3366%	586%	331%	312%	230%	208%
GT	EEEL	CEEE-GT	197%	215%	203%	192%	205%	209%	183%	162%	173%	173%	175%
D	CLSC	CELESC	534%	547%	492%	416%	359%	263%	263%	282%	247%	258%	252%
D	CELP	CELPA	306%	301%	333%	368%	372%	830%	1134%	3883%	871%	473%	355%
D	CEPE	CELPE	490%	487%	434%	351%	309%	264%	245%	248%	252%	237%	253%
H	CMIG	CEMIG	291%	411%	295%	325%	315%	310%	236%	339%	318%	292%	281%
G	CESP	CESP	168%	145%	156%	159%	164%	170%	163%	171%	180%	180%	191%
D	CEEB	COELBA	367%	279%	397%	356%	358%	312%	306%	268%	267%	226%	265%
D	COCE	COELCE	283%	227%	221%	213%	230%	235%	215%	228%	228%	227%	277%

H	CPLE	COPEL	210%	224%	218%	205%	203%	192%	183%	173%	162%	162%	157%
D	CSRN	COSERN	400%	331%	336%	284%	281%	234%	212%	210%	218%	208%	257%
G	CPFG	CPFL GERACAO	549%	606%	729%	829%	761%	791%	657%	301%	311%	380%	425%
G	CPRE	CPFL RENOVAV	267%	294%	319%	288%	285%	275%	266%	268%	163%	163%	153%
D	EBEN	EBE	331%	337%	333%	313%	294%	259%	223%	322%	326%	324%	399%
D	EKTR	ELEKTRO	300%	342%	318%	334%	351%	261%	224%	235%	250%	237%	288%
H	ELET	ELETROBRAS	281%	326%	409%	386%	356%	256%	229%	257%	212%	209%	176%
G	EMAE	EMAE	158%	154%	152%	156%	144%	161%	151%	165%	147%	139%	140%
H	ENBR	ENERGIAS BR	277%	267%	261%	256%	317%	269%	309%	323%	297%	281%	270%
D	EQTL	EQUATORIAL	510%	456%	365%	353%	362%	397%	387%	373%	270%	258%	452%
D	ESCE	ESCELSA	453%	412%	453%	337%	327%	313%	345%	390%	312%	283%	301%
G	GEPA	GER PARANAP	255%	273%	266%	248%	231%	206%	186%	169%	156%	150%	153%
D	LIGH	LIGHT	356%	589%	477%	485%	475%	470%	430%	359%	313%	311%	329%
H	LIGT	LIGHT S/A	358%	527%	435%	427%	407%	376%	374%	388%	341%	285%	298%
H	NEOE	NEOENERGIA	285%	270%	274%	321%	311%	247%	228%	199%	193%	191%	191%
G	OMGE	OMEGA GER	269%	227%	222%								
D	PALF	PAUL F LUZ	532%	489%	633%	869%	825%	1119%	605%	858%	642%	587%	886%
D	REDE	REDE ENERGIA	526%	507%	499%	479%	553%	609%	-426%	-532%	2074%	963%	1034%
G	RNEW	RENOVA	-272%	-3436%	376%	302%	229%	221%	367%	270%	237%	151%	1094%
MÉDIA			330%	255%	343%	333%	328%	467%	313%	367%	336%	285%	346%