



Contribuições à Consulta Pública
Aneel nº 26/2019

Curitiba, 16 de dezembro de 2019

1. INTRODUÇÃO

A CP 016/2019 tem por objetivo obter subsídios para definição de metodologia de cálculo e atualização da taxa regulatória de remuneração do capital dos segmentos de geração e transmissão de energia elétrica.

Inicialmente, a Copel cumprimenta a Agência pela disposição em amadurecer a discussão deste tema. Isto possibilita o adequado tratamento e a definição do instituto da taxa de maneira adequada. Além disto, observa-se grande evolução entre as metodologias propostas durante as Audiências Públicas 16/2017 e 41/2017 em comparação com a AP 009/2019 e agora a CP 026/2019.

Cabe destacar que a Copel participou das discussões de elaboração da ABRADDEE e da ABRATE, sendo que os seguintes itens merecem especial destaque:

1. Prêmio de risco adicional para a atividade distribuição (ABRADDEE);
2. Alinhamento dos *durations* dos títulos NTN-B ao USTB (ABRATE);
3. Utilização de observações diárias para estimar o β (ambas).

Os itens a seguir representam contribuições adicionais ao que as associações já manifestaram em seus relatórios.

2. DIFERENCIAÇÃO ENTRE OS SEGMENTOS DE DISTRIBUIÇÃO E TRANSMISSÃO (PRD)

É preciso salientar a evolução entre a metodologia proposta na Audiência Pública nº 09/2019 e na Consulta Pública nº 26/2019, no tocante à definição de um prêmio de risco (*Prd*) em função do regime regulatório presente na atividade de distribuição de energia (*price cap*).

Apesar da inclusão de uma variável para mensurar tal prêmio de risco, entendemos que a forma proposta pela Aneel para a definição do *Prd*, considerando o diferencial de remuneração das debêntures emitidas pelo setor elétrico, ainda não contempla todo o risco adicional de se investir no segmento de distribuição ao invés do segmento de transmissão.

O diferencial de remuneração das debêntures, utilizado como parâmetro para a definição do *Prd*, precifica apenas o risco do credor, não considerando o risco do investimento assumido pelo investidor. Na medida em que o capital próprio tem maior participação na estrutura de capital das distribuidoras e que, por essência, seu custo é superior ao custo do capital de terceiros, a precificação do risco do investidor não pode ser desconsiderada no modelo.

Uma possível alternativa, mantendo a metodologia proposta pela Aneel, seria calcular um fator de multiplicação ao *Prd*, resultante da relação entre custo regulatório do capital próprio e o custo regulatório do capital de terceiros.

$$Fator = \frac{k_e}{k_d}$$

Para o qual k_e é o Custo de Capital Próprio e k_d o Custo de Capital de Terceiros. E:

$$Prd = Fator * Prd'$$

Para o qual *Prd* é o Prêmio de Risco da Distribuição e *Prd'* o diferencial de custo das debentures entre Distribuição e Transmissão.

É importante ressaltar a necessidade de especificação da metodologia de cálculo do *Prd* no Proret, submódulo 2.4, assim como é feito para os demais componentes do modelo. Apresentamos esta proposta em caráter subsidiário ao que a ABRADEE propõe em sua contribuição.

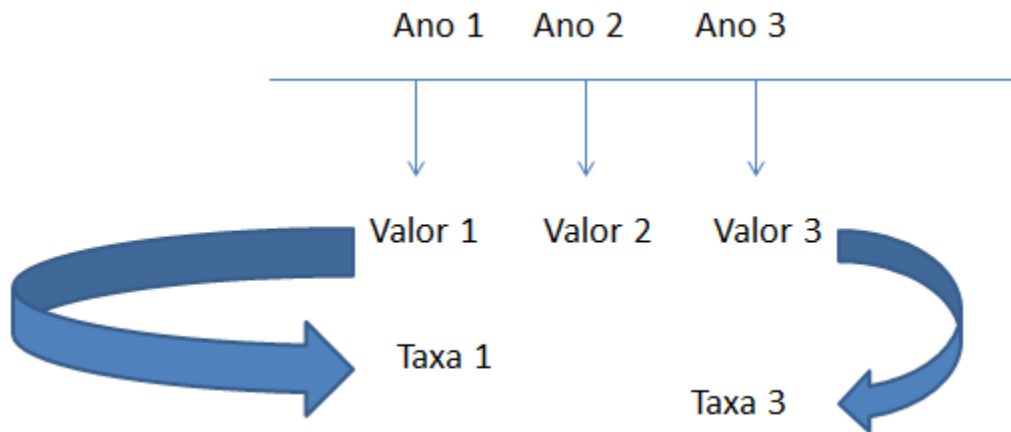
3. ATUALIZAÇÃO DA TAXA REGULATÓRIA DE REMUNERAÇÃO DO CAPITAL

A atualização anual dos parâmetros utilizada no cálculo da taxa regulatória de remuneração do capital possibilitará que distribuidoras, comparadas através de modelos de eficiência utilizados pela Aneel, os quais consideram, inclusive, os custos de capital como variável, tenham seus investimentos remunerados a taxas distintas, a depender do ano no qual seja realizado seu reposicionamento tarifário.

Entendemos que esta questão representa um risco adicional ao segmento, pois pode estimular a migração de uma parcela de investimentos deste mercado que, em sua natureza, são de longo prazo, em função de situações conjunturais, as quais serão consideradas quando da alteração da taxa anual de remuneração do capital. Assim, estas alte-

rações podem resultar numa maior volatilidade no valor das empresas, na medida em que algumas posições podem ser definidas em função de expectativas de variações de curto prazo na taxa de remuneração do capital.

Assim, entendemos que a opção pela atualização anual da taxa de remuneração deve, necessariamente, estar vinculada à possibilidade do reconhecimento anual dos investimentos na Base de Remuneração Regulatória, de forma que todas as distribuidoras recebam a mesma taxa de remuneração para investimentos realizados naquele ano em específico. Exemplificamos a seguir:



Da forma exemplificada acima, a atualização anual da taxa deveria refletir sobre a remuneração dos investimentos de todas as distribuidoras, de forma que os valores investidos no ano 1 fossem remunerados de acordo com a taxa daquele ano, a taxa 1. Da mesma forma, os valores investidos nos anos 2 e 3, deveriam ser remunerados pelas taxas 2 e 3, respectivamente.

Como o reconhecimento anual dos investimentos na Base de Remuneração implica alterações de maior impacto na metodologia utilizada até então, há a alternativa da aplicação de uma taxa média ponderada em função dos investimentos anuais realizados no período entre as Revisões Tarifárias e da base blindada. O ideal, inclusive, prezando pela previsibilidade dos investimentos e pelo planejamento, fundamental em atividades de capital intensivo, e que as distribuidoras conheçam a taxa pela qual serão remuneradas antes do ano corrente. Exemplificamos a seguir:

$$WACC_{Revisão} = \frac{1}{\sum_{i=1}^n BRRL_i} \cdot \sum_{i=1}^n BRRL_i \cdot WACC_i$$

Para o qual:

$WACC_{Revisão}$: Custo Médio Ponderado de Capital a ser aplicado sobre toda a base de ativos das Distribuidoras, entendido como a média ponderada pela BRR líquida.

$BRRL_i$: Base de Remuneração Regulatória líquida referente ao ano i ; e

$WACC_i$: Custo Médio Ponderado de Capital referente ao ano i . E:

$$WACC_i = P_{k_{p_{n'}}} \cdot k_{p_i} + (1 - P_{k_{p_{n'}}}) \cdot k_{d_n}$$

Para a qual:

$P_{k_{p_{n'}}$: Proporção da Estrutura de Capital Próprio calculada conforme a capacidade de geração de Dívida em função do EBITDA, conforme proposta da ANEEL na CP 26;

k_{p_i} : Custo de Capital Próprio do ano i ;

k_{d_n} : Custo de Capital de Terceiros calculado para o ano n .

A sugestão é pela aplicação da taxa média de remuneração ponderada pela BRR de cada ano de aplicação para toda a Base de Remuneração Regulatória (blindada + incremental), como já ocorre hoje, já que toda a BRR é remunerada por uma taxa única.

Entretanto, uma outra forma de entender o problema igualmente válida é calcular através da Receita Requerida direto, aplicando a atualização da Estrutura de Capital e do Custo de Capital de Terceiros, o que define a seguinte sequência:

$$RR = RB + RI$$

Para a qual:

RB : Receita referente a Base “Blindada”; e

RI : Receita referente à Base Incremental.

$$RB = \sum_i^n BRRL_i \cdot (WACC_i)$$

Para a qual:

$BRRL_i$: Base de Remuneração Regulatória líquida referente ao ano i ; e

$WACC_i$: Custo Médio Ponderado de Capital referente ao ano i , calculado conforme o exemplo anterior.

Para a Receita referente à Base de Remuneração incremental, a lógica é a mesma, sempre respeitando os valores de Custo de Capital Próprio referentes ao ano de unitização, só que dos investimentos incrementais.

$$RI = \sum_i^n BRRL_i \cdot (WACC_i)$$

A sugestão proposta visa atenuar o impacto das variações da atualização anual da taxa de remuneração e eventuais distorções causadas pela aplicação de taxas distintas, em paralelo, às distribuidoras.

Caso este conceito não seja aplicado, não vemos possibilidade da implementação de atualizações anuais na remuneração, devendo ser mantido o critério atual, com base em revisões e atualizações periódicas da metodologia.

4. REMUNERAÇÃO PARA AS OBRIGAÇÕES ESPECIAIS

Na minuta do Proret, submódulo 2.1A, utiliza-se a variável PRN (Prêmio de Risco do Negócio e Financeiro), para o cálculo da remuneração sobre os investimentos realizados com recursos de obrigações especiais, a qual é obtida através da multiplicação do beta desalavancado pelo PRM (Prêmio de Risco de Mercado).

Esta variável visa substituir o termo $(r_p - r_f)$, diferença entre o capital próprio e a taxa livre de risco, utilizado até então, conforme consta nos Procedimentos de Regulação Tarifária, submódulos 2.1 e 2,1A, para o cálculo da remuneração das Obrigações Especiais.

Em tese, a alteração busca apenas um ajuste na terminologia utilizada, em função das modificações propostas na forma de cálculo do custo do capital próprio, que passará a ser calculado com base na remuneração das NTN-B, como taxa livre de risco e risco país, e, por esta razão, não terá mais o componente risco país na sua construção. De qualquer forma, este ajuste não deveria alterar o conceito proposto e, conseqüentemente, o conteúdo da formulação.

Entretanto, não é o que ocorre, pois para manter o mesmo conceito, o PRN deveria incorporar o Prd na sua definição. Vejamos:

$$PRN = r_p - r_f$$

$$PRN = r_p - r_{NTN-B}$$

$$PRN = r_{NTN-B} + \beta \cdot (r_m - r_f) + Prd - r_{NTN-B}$$

$$PRN = \beta \cdot (r_m - r_f) + Prd$$

Observa-se que não é este o conceito utilizado na planilha disponibilizada pela Aneel na presente Consulta Pública, visto que o *PRN* está sendo calculado apenas pela multiplicação do beta pelo prêmio de risco de mercado ($r_m - r_f$), sem incluir o *Prd* e, portanto, alterando o conceito utilizado de até então, sem nenhuma justificativa apresentada a este respeito.

5. TAXA DE REMUNERAÇÃO DO CAPITAL PRÓPRIO

Observa-se que a Aneel está propondo a alteração na forma de cálculo do beta (β), passando a apurá-lo em função de resultados semanais. Entendemos que tal alteração gera uma certa discricionariedade na apuração da variável, visto que é necessário definir um dia da semana como data base para a apuração do delta e, a depender da escolha, pode-se trazer maior ou menor volatilidade para o cálculo. A apuração correta deve ser com base na série completa, ou seja, utilizando variações diárias, conforme argumentos extensivos constantes da contribuição da ABRATE, relatório da KPMG.

6. REVISÃO DA METODOLOGIA

Importante ressaltar que as minutas de PRORET, não trazem consideração a respeito de prazo para avaliação e revisão da metodologia. Importante constar esta questão.