

**MODELO PARA ENVIO DE CONTRIBUIÇÕES REFERENTE À AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 009/2019
CONSULTA PÚBLICA 26/2019 – (GTD)**

NOME DA INSTITUIÇÃO: Cia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica - CEEEGT

AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA – ANEEL

ATO REGULATÓRIO: Nota Técnica nº 113/2019-SRM/ANEEL de 14 de outubro de 2019

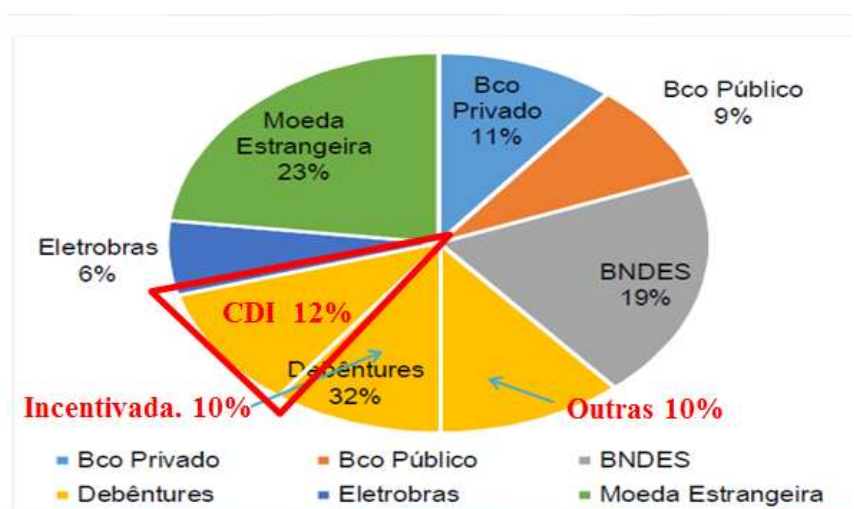
EMENTA (obter subsídios para definição de metodologia de cálculo e atualização da taxa regulatória de remuneração do capital dos segmentos de geração e transmissão de energia elétrica.):

CONTRIBUIÇÕES RECEBIDAS

IMPORTANTE: Os comentários e sugestões referentes às contribuições deverão ser fundamentados e justificados, mencionando-se os artigos, parágrafos e incisos a que se referem, devendo ser acompanhados de textos alternativos e substitutivos quando envolverem sugestões de inclusão ou alteração, parcial ou total, de qualquer dispositivo.

TEXTO/ANEEL	TEXTO/INSTITUIÇÃO	JUSTIFICATIVA/INSTITUIÇÃO
<p>Proposta para Taxa Livre de Risco + Risco-País: Retorno médio das Notas do Tesouro Nacional indexadas à inflação (IPCA).</p>	<p>Proposta Rf + Rp:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Média de 10 anos das séries de NTN-B, - Alinhamento entre a taxa livre de risco do CAPM com a do PRM <p>Amostra:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Título com vencimento acima de cinco anos. 	<p>A utilização da média de 10 anos das séries de NTN-B, com vencimento acima de cinco anos de forma a impedir possíveis erros padrão e viés de crises econômicas e impacto dos outliers.</p> <p>Em paralelo, o alinhamento entre a taxa livre de risco do CAPM com a do PRM, elimina a discricionariedade de seleção da amostra, conforme princípio da Padronização de janelas para parâmetros iguais em diferentes segmentos regulados.</p>
<p>Proposta para o Beta: média do beta das empresas americanas membros do Edison Electric Institute - com ao menos 50% dos ativos em transmissão ou distribuição</p>	<p>Proposta Beta:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Média do beta das empresas americanas membros EEI: ao menos 50% dos ativos D ou T. <p>Amostra:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Deve conter Todas as Empresas, mesmo as que estiveram fora em um ou mais anos. <p>Proposta para alinhamento das Janelas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Utilização de 10 anos para todos os parâmetros. 	<p>Risco Conjuntural:</p> <p>O governo norte americano reduziu os impostos de 39% para 25% causando uma distorção que afeta o curto e médio prazo a Desalavancagem do beta americano, a utilização de janela de 10 anos reduzirá este impacto.</p> <p>Desta forma, Concordamos com a utilização média do beta das empresas americanas membros EEI: ao menos 50% dos ativos D ou T – entretanto, com a inclusão de todas as empresas, mesmo as que estiveram fora em um ou mais anos durante a janela de 10 anos.</p> <p>O uso da janela de 10 anos esta de acordo com principio da Padronização de janelas para parâmetros iguais em diferentes segmentos regulados.</p>

<p>Proposta para o prêmio de risco de mercado: média da diferença entre o retorno do índice S&P 500 e os títulos do Tesouro americano de dez anos, deflacionado pela inflação americana.</p>	<p>Proposta PRM:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Média da diferença entre o retorno do índice S&P 500 e os títulos do Tesouro americano de dez anos, - Sem a deflação pela inflação americana. <p>Proposta para alinhamento das Janelas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Utilização de 10 anos para todos os parâmetros. 	<p>Concordamos com a utilização da média da diferença entre o retorno do índice S&P 500 e os títulos do Tesouro americano de dez anos.</p> <p>Risco de Metodologia: A utilização de janelas de 5 anos para o beta, 90 anos para PRM e 10 anos para os demais parâmetros, cria uma distorção nas fórmulas que compõem o WACC.</p> <p>A utilização de uma janela única de 10 anos para todos os parâmetros trará uniformidade na fórmula e previsibilidade para o mercado.</p> <p>A substituição da janela de 90 anos por uma janela de 10 anos esta em conformidade com o princípio do Cenário de referência mais próximo do período de revisão.</p>
---	---	--

<p>Proposta para a remuneração do capital de terceiros: média da rentabilidade das debêntures emitidas por empresas de distribuição e transmissão atreladas ao CDI + custo médio de emissão. Conversão de spreads na data da emissão em taxas nominais e posteriormente em reais por meio das curvas de estrutura a termo das taxas de juros (DI x Pré e DI x IPCA) e inflação implícita obtidas na B3</p>	<p>Proposta Kd:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Média das referências de todas as dívidas com Reforços e Melhorias <p>Amostra:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Todas as empresas do ramo de Distribuição e Transmissão (incluindo GTs) <p>Fonte: Relatório de Informações Trimestrais – RIT.</p>	<p>Risco Regulatório:</p> <p>As Debêntures atreladas ao CDI representam uma fatia muito pequena de toda cesta de custos de Capital de Terceiros, não retratando a realidade das empresas de energia.</p>  <table border="1"> <caption>Composição da Cesta de Custos de Capital de Terceiros</caption> <thead> <tr> <th>Segmento</th> <th>Porcentagem</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Debêntures</td> <td>32%</td> </tr> <tr> <td>Moeda Estrangeira</td> <td>23%</td> </tr> <tr> <td>Bco Privado</td> <td>11%</td> </tr> <tr> <td>Bco Público</td> <td>9%</td> </tr> <tr> <td>BNDES</td> <td>19%</td> </tr> <tr> <td>Incentivada</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>Outras</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>Eletrobras</td> <td>6%</td> </tr> <tr> <td>CDI</td> <td>12%</td> </tr> </tbody> </table>	Segmento	Porcentagem	Debêntures	32%	Moeda Estrangeira	23%	Bco Privado	11%	Bco Público	9%	BNDES	19%	Incentivada	10%	Outras	10%	Eletrobras	6%	CDI	12%
Segmento	Porcentagem																					
Debêntures	32%																					
Moeda Estrangeira	23%																					
Bco Privado	11%																					
Bco Público	9%																					
BNDES	19%																					
Incentivada	10%																					
Outras	10%																					
Eletrobras	6%																					
CDI	12%																					

Proposta para a remuneração do capital de terceiros: média da rentabilidade das debêntures emitidas por empresas de distribuição e transmissão atreladas ao CDI + custo médio de emissão. Conversão de spreads na data da emissão em taxas nominais e posteriormente em reais por meio das curvas de estrutura a termo das taxas de juros (DI x Pré e DI x IPCA) e inflação implícita obtidas na B3

A tabela abaixo foi retirada da figura 2 da NT 37/2019 e ajustada para demonstrar o novo Custo do Capital de Terceiro com esta Metodologia de cálculo:

Figura 2 – Distribuição do estoque de dívida das concessionárias de distribuição e transmissão (incluindo GTs) por linha de financiamento – junho/2018.

		Reforços e
Moeda estrangeira	23%	
BNDES	19%	
Eletrobras	6%	
Bco Público	9%	21%
Bco Privado	11%	26%
Debentures CDI	12%	29%
Debentures outras	10%	24%
Debentures Incentivadas	10%	
Total	100%	100%
Reforços e Melhorias	42%	

As empresas do ramo de energia elétrica buscam financiamento no mercado de várias formas possíveis, conforme seus projetos.

Para cada tipo de negócio existem alguns tipos de financiamentos que são mais viáveis.

Para Leilões e Investimentos de Grande Porte, são mais usuais os que estão marcados em **vermelho**.

Desta forma,

Consideramos que somente as linhas de financiamento das células em **verde** e **amarelo** da Tabela ao lado são usualmente utilizadas para Reforços e Melhorias.

Sendo que, mesmo assim, as debêntures com valores acima de 400 milhões são mais utilizadas para grandes investimentos, restando apenas as debêntures abaixo de 400 milhões para Reforços e Melhorias.

Proposta para a estrutura de capital regulatória: proporção de capital de terceiros resultante da relação Dívida Líquida sobre o EBITDA equivalente a 2,5x

Proposta Estrutura de Capital:

- Estrutura de Capital a partir do Balancete Mensal Padronizado (BMP)
Conforme fórmula abaixo:

$$\% \text{ Dívida (CT)} = \frac{\text{Endividamento Oneroso Líquido}}{(\text{Ativos de Transmissão e Administração})}$$

Estrutura Ótima de Capital é definida pela razão capital de terceiros ou **dívida** (D) sobre capital total (P+D), ou seja, D/(P+D).

O Setor Energético Brasileiro é muito diversificado, sendo que as condições de mercado para captação de recursos dependem da saúde financeira das empresas que pode ser afetada por fatores exógenos tanto benéficos, como as isenções tributárias, quanto maléficis, como os passivos históricos.

Ou seja, não existe uma fórmula exata que sirva para todas as empresas.

<p>Proposta para a estrutura de capital regulatória: proporção de capital de terceiros resultante da relação Dívida Líquida sobre o EBITDA equivalente a 2,5x</p>	<p>Amostra:</p> <p>- Todas as empresas do ramo de Distribuição e Transmissão (incluindo GTs)</p>	<p>Risco Regulatório:</p> <p>A utilização da proporção de capital de terceiros resultante da relação Dívida Líquida sobre o EBITDA equivalente a 2,5x é discricionária e fere o princípio da previsibilidade, pois este valor de 2,5 pode ser alterado conforme a conveniência e oportunidade do regulador, podendo não refletir a situação Real existente.</p> <p>Nas Fls. 10 da Nota Técnica no 395/2009-SRE/ANEEL, de 1º/12/2009 foi argumentado que o método de Quantificação da estrutura ótima de capital: Método que consiste em minimizar o custo médio de capital, a partir da determinação do nível de endividamento ótimo é uma alternativa muito interessantes do ponto de vista conceitual para determinar a estrutura de capital, mas de difícil aplicação no terreno empírico, ou seja, de difícil reprodução, contrariando o princípio da simplificação.</p> <p>A Estrutura de Capital a partir do Balancete Mensal Padronizado (BMP) melhor representa o Mercado Real das Concessionárias de Energia, em conformidade com o princípio da Estabilidade regulatória.</p>
--	---	---

<p>Proposta para a janela dos parâmetros: dez anos, exceto para o beta, prêmio de risco de mercado e estrutura de capital.</p>	<p>Proposta para alinhamento das Janelas:</p> <p>Utilização de 10 anos para todos os parâmetros.</p>	<p>Risco Regulatório:</p> <p>A utilização de janelas de 5 anos para o Beta e 90 para o PRM e 10 anos para os demais, cria uma distorção nas fórmulas que compõem o WACC.</p> <p>Na fórmula do PRM temos um Rf de 90 anos ($R_m - R_f$) e na NTN-B temos um Rf embutido de 10 anos ($R_b + R_f$), sendo que o Rf embutido no Beta é de 5 anos ($R_i - R_f$).</p> <p>Ou seja, a ANEEL utiliza vários pesos e medidas diferentes na fórmula de cálculo para o custo de capital próprio.</p> <p>A utilização de uma janela única de 10 anos para todos os parâmetros trará uniformidade na fórmula e previsibilidade para o mercado.</p> <p>Conforme princípio da Padronização de janelas para parâmetros iguais em diferentes segmentos regulados.</p>
---	---	--

<p>Proposta para a atualização dos parâmetros: Alternativa 2 – atualização anual dos parâmetros.</p>	<p>Proposta para a atualização dos parâmetros:</p> <p>Alternativa 1: Sem atualização dos valores, até a próxima revisão tarifária.</p>	<p>Risco Regulatório:</p> <p>Atualização anual dos valores sem Revisão da Metodologia é prejudicial à expectativa de investimento dos agentes de transmissão.</p> <p>Manter uma taxa WACC até a próxima revisão trará segurança regulatória ao mercado com estabilidade e previsibilidade regulatórias.</p> <p>Esta metodologia esta em conformidade com o princípio da Estabilidade regulatória.</p>
---	---	---

Resumo das Contribuições:

Parâmetro	Índice de referência	Período	Prazo (anos)	Medida
Taxa Livre de Risco + Risco país	NTN-B (5 anos +)	jan/2009 a dez/2018	10	Média
Beta				
Índice de mercado	S&P 500	jan/2009 a dez/2018	10	Média
Retorno das Empresas	Membros EEI: ao menos 50% dos ativos D ou T - (mesmo as que estiveram fora em um ou mais anos)	jan/2009 a dez/2018	10	Média
Prêmio de Risco de Mercado				
Retorno de Mercado	S&P 500	jan/2009 a dez/2018	10	Média
Taxa Livre de Risco	USTB10Y	jan/2009 a dez/2018	10	Média
Custo do Capital de Terceiros				
Cesta da Dívida (Reforços & Melhorias)	Cesta com todas as dívidas com Reforços e Melhorias Amostra: Todas as empresas do ramo de Distribuição e Transmissão (incluindo GTs) Fonte: Relatório de Informações Trimestrais – RIT	jan/2009 a dez/2018	10	Média
Estrutura de Capital (% Capital de Terceiros)	Balancete Mensal Padronizado (BMP) Todas as empresas do ramo de Distribuição e Transmissão (incluindo GTs)	jan/2009 a dez/2018	10	Média