

<b>Título</b>	<b>Custo de capital e o futuro da distribuição de eletricidade (parte 1)</b>
<b>Veículo</b>	<b>Canal Energia</b>
<b>Data</b>	<b>28 dezembro 2017</b>
<b>Autores</b>	<b>Claudio J. D. Sales e Eduardo Müller Monteiro</b>

 CanalEnergia .com.br

## Custo de capital e o futuro da distribuição de eletricidade (parte 1)

Discussão, apesar de tecnicamente complexa, é importantíssima para a formação das tarifas que pagamos todos os meses

ADICIONAR A FAVORITOS ★ IMPRIMIR 🖨️ COMPARTILHAR ↗

As 62 distribuidoras de energia elétrica brasileiras estão passando por um processo regulatório conduzido pela agência reguladora do setor elétrico, a Aneel, cujo objetivo é a “revisão do custo médio ponderado de capital regulatório”. O tema parece um tanto quanto distante da realidade dos consumidores de energia atendidos por estas empresas, mas na verdade essa discussão, apesar de tecnicamente complexa, é importantíssima para a formação das tarifas de eletricidade que pagamos todos os meses. Este processo também envolve uma excelente oportunidade para ajudar a construir uma cultura econômico-financeira – que ainda engatinha em vários fóruns relevantes no país – capaz de interpretar os contextos e componentes que definem o equilíbrio adequado entre risco e retorno do capital.



ARTIGO

**CLAUDIO J. D. SALES E EDUARDO MÜLLER MONTEIRO, DO INSTITUTO ACENDE BRASIL**  
Presidente e Diretor Executivo do Instituto Acende Brasil

[VER TODOS OS ARTIGOS DESTE AUTOR](#)

A fim de garantir a adequada compilação das opiniões e promover transparência na discussão, a Aneel organizou uma audiência pública (Audiência Pública 066/2017, ou AP 066/2017) da qual podem participar quaisquer cidadãos, empresas ou organizações. A audiência foi dividida em duas etapas. A primeira envolveu o recebimento de contribuições sobre as escolhas metodológicas adotadas pelos técnicos da Aneel e durou de 16 de novembro a 15 de dezembro. Na segunda etapa, de 20 de dezembro a 12 de janeiro, serão recebidas apenas manifestações sobre as 24 contribuições recebidas na primeira etapa, contribuições estas enviadas por distribuidoras, associações, conselhos de consumidores e consultorias.

Aos que não estão acostumados com o ritual de uma audiência pública de um setor econômico tão regulado quanto o setor elétrico brasileiro, fica aqui uma dica (ao cidadão) e um elogio (ao trabalho da Aneel): as notas técnicas emitidas pela Aneel que embasam as discussões desta audiência pública, as contribuições documentais enviadas para a primeira etapa, além do vídeo de 3 horas e 30 minutos da sessão presencial que aconteceu no dia 13 de dezembro, estão todos disponíveis em [www.aneel.gov.br/audiencias-publicas](http://www.aneel.gov.br/audiencias-publicas). Esse tipo de transparência (e trabalho árduo) merece registro porque não é visto em outros reguladores no Brasil ou no mundo.

As distribuidoras de eletricidade brasileiras estariam passando pelo chamado “quinto ciclo de revisão tarifária periódica”, rito regulatório que seria repetido, em média, a cada quatro anos. No entanto, segundo a própria Aneel, o conceito de “ciclos tarifários” está sendo extinto, passando a haver apenas o recálculo ou a revisão metodológica dos componentes que definem o reposicionamento das tarifas de cada uma das 62 concessões.

As metodologias de cálculo dos componentes tarifários – tais como custos operacionais, base de remuneração regulatória, fator de ganho de produtividade, perdas de energia e custo de capital – são definidas pelos módulos do Proret (Procedimentos de Regulação Tarifária) da Aneel. No caso do custo de capital, o módulo 2.4 do Proret estabelece que o seu recálculo será feito a cada três anos, com revisão da metodologia a cada seis anos. As decisões que envolvem a AP 066/2017 se referem ao recálculo dos parâmetros – e não à revisão metodológica – e serão aplicadas a todas as revisões tarifárias entre 2018 e 2020. Já a próxima revisão metodológica do custo de capital deve ocorrer em 2020 para aplicação a partir de 2021.

O custo médio ponderado de capital (ou “WACC”, do inglês “Weighted Average Cost of Capital”) que, como o próprio nome diz, pondera os pesos dos custos do capital próprio e do capital de terceiros arcados pelas distribuidoras, é calculado pela Aneel seguindo um modelo clássico do mundo de finanças corporativas: o CAPM (“Capital Asset Pricing Model”), que busca expressar a relação entre risco e retorno do investimento em um ativo. De acordo com William Sharpe, ganhador do prêmio Nobel de 1990 e idealizador do CAPM, o retorno de um ativo deve ser igual ao seu custo de capital. O risco ao qual se refere o modelo é o chamado “risco sistêmico”, aquele tipo de risco que não pode ser eliminado por diversificação, como taxas de juros e riscos setoriais.

Portanto, a essência da AP 066/2017 é definir um WACC que reflita o risco ao qual a atividade de distribuição de energia elétrica no Brasil está submetida e, assim, balizar o retorno adequado às empresas, ou, em outras palavras, definir o retorno esperado que compense o risco assumido pelas concessionárias. Como há disputa por recursos em nível global, se o retorno estabelecido pelo regulador for permanentemente inferior ao custo de oportunidade de capital, a atividade de distribuição tornar-se-á insustentável ao longo do tempo. Por outro lado, se o retorno estabelecido for permanentemente superior ao custo de oportunidade de capital, a tarifa se torna mais cara que o necessário. Eis o dilema que o regulador sempre enfrenta na fixação do WACC.

Na nossa opinião, e a fim de vencer o dilema acima, o regulador enfrenta dois desafios principais nesta audiência pública, que aqui decidimos chamar de “desafios técnicos” e “desafios de coerência”. Os desafios técnicos envolvem escolhas metodológicas, enquanto os desafios de coerência se colocam em uma arena que exige mais senioridade e abrangência analítica, pois requerem clareza em relação aos objetivos que estão sendo buscados por este capítulo da longa história de construção de uma regulação tarifária robusta.

A segunda e última parte deste artigo explorará os desafios acima.

*Claudio J. D. Sales e Eduardo Müller Monteiro são Presidente e Diretor Executivo do Instituto Acende Brasil*  
([www.acendebrasil.com.br](http://www.acendebrasil.com.br))