

Título	Custo de capital e o futuro da distribuição de eletricidade (parte 2)
Veículo	Canal Energia
Data	29 dezembro 2017
Autores	Claudio J. D. Sales e Eduardo Müller Monteiro

 CanalEnergia .com.br

Custo de capital e o futuro da distribuição de eletricidade (parte 2)

Desafios técnicos envolvem escolhas metodológicas, enquanto desafios de coerência se colocam em uma arena que exige mais senioridade e abrangência analítica

ADICIONAR A FAVORITOS ★ IMPRIMIR 🖨️ COMPARTILHAR ➦

Como descrito na parte 1 deste artigo, publicada ontem, a Aneel enfrenta dois desafios principais no cálculo do custo de capital que é objeto da audiência pública AP 066/2017, e decidimos chamá-los 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.

Os desafios técnicos que mais chamam atenção em função de seus impactos são três: tratamento dos chamados “outliers” (valores atípicos) das séries de dados, seleção de horizontes temporais das séries, e adoção de média ou mediana como estatística central.

No tratamento dos “outliers”, os técnicos da Aneel precisarão avaliar qual critério é o mais adequado para excluir valores efetivamente atípicos das séries e, por outro lado, não expurgar valores que podem ser explicados pelo contexto econômico vigente de alta volatilidade. Entre as técnicas, a de *Boxplot* (que exclui valores fora dos limites superior e inferior) parece ser uma mais das mais acolhidas entre os agentes por ser neutra em relação à distribuição de probabilidades da amostra.



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 evitar interpretações de arbitrariedade seletiva, também será necessária a defesa embasada dos diferentes horizontes das séries temporais dos parâmetros: (a) 30 anos para a Taxa Livre de Risco e risco de mercado; (b) 15 anos para Risco País, inflação americana e risco de crédito; e (c) 5 anos para o Beta (parâmetro que expressa volatilidade no modelo CAPM).

No que se refere à opção de estatística central, ficou clara a razoabilidade de adoção da média, e não mediana, já que a média é que mais se alinha tecnicamente ao modelo CAPM.

Já os desafios de coerência podem ser explorados por meio de várias perguntas. Uma delas é: “o risco capturado pela metodologia estaria adequado ao risco vivido pelas distribuidoras”? Alguns argumentam que não, pois vários riscos estariam sendo desconsiderados ou subestimados. Uma defesa para essa tese é expressa pelo Beta computado no Reino Unido para diversos setores regulados. A filosofia RIIO (Revenue set to deliver Strong Incentives, Innovation and Outputs), adotada pelos reguladores britânicos desde 2010, resultou em Betas na faixa entre 0,90 e 1,00, maiores que o Beta de 0,72 calculado pela Aneel. Isso faz sentido? Seria a distribuição de eletricidade no Brasil menos volátil que setores regulados no Reino Unido?

O WACC submetido à audiência pública para o período 2018-2020 é de 7,71%, em termos reais e após os impostos, o que implica uma queda em relação ao WACC anterior de 8,09%. Assim, outra pergunta crucial para se testar a coerência do processo regulatório é: “faz sentido, neste momento, fazer uma redução do WACC, considerando a situação atual e os desafios que precisam ser vencidos pelas distribuidoras”?

Como o WACC da distribuição de eletricidade no Brasil já é um dos menores entre vários setores e vários países, uma redução do seu valor em 2018 parece estar na contramão da realidade e da necessidade de investimentos crescentes, inclusive para fazer frente às exigências de metas de qualidade impostas pelo mesmo regulador. Além disso, como o risco das distribuidoras aumentou – com queda de mercado, aumento da parcela de compra de energia e incremento dos encargos setoriais – o esperado seria um aumento do WACC.

Como a participação da Remuneração de Capital (embutida na Parcela B) é de apenas 4.2% da receita setorial, a queda do WACC de 8,09% para 7,71% implicaria queda média de apenas 0,3% da tarifa, mas representaria perda de 3% do EBITDA (“*Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization*”) regulatório do setor. Estamos falando de uma perda de cerca de R\$ 400 milhões em EBITDA por ano, ou cerca de R\$ 3 bilhões a menos em investimentos.

O diretor da Aneel que presidiu a audiência pública declarou que os “*stakeholders*” envolvidos no processo tarifário têm o papel de “*pesar os prós e contras*” e ajudar a Aneel a decidir. Disse ainda que a decisão “*envolve ‘trade off’, envolve escolha*”. Pois essa escolha parece ter sido clara para a maioria dos participantes da AP 066/2017, inclusive para vários representantes de consumidores.

A chamada Parcela B, que representa a parcela tarifária gerenciável pelas distribuidoras, foi de cerca de 43% em 2001 e caiu para 19% em 2016. A Parcela B “não é o vilão”, como disse um presidente de conselho de consumidores. De forma extremamente alinhada, outros representantes de conselhos de consumidores também defenderam a manutenção do WACC atual “pensando ‘lá na frente’, e não só no momento atual”, porque “esse pequeno aumento na conta ... seguramente poderá trazer benefícios no médio e longo prazo bem maiores ... porque precisamos de investimentos na distribuição”, e porque a “diminuição do WACC agora seria [algo] temeroso”.

Será que o consumidor estaria disposto a perder qualidade por uma tarifa 0,3% menor, o que representaria 30 centavos para uma conta de 100 reais?

A redução do WACC neste momento é incompatível com o novo papel esperado das distribuidoras nacionais. Este momento deveria ser usado para estimular investimentos, melhorar o serviço e modernizar as redes, preparando o país para o crescimento econômico que começa a ser retomado.

Os números que suportam a manutenção ou aumento do WACC são abundantes, a metodologia dá margens técnicas para as alterações necessárias, a mensagem é clara e a responsabilidade do regulador é enorme, mas confiamos nas escolhas que serão feitas.

Claudio J. D. Sales e Eduardo Müller Monteiro são Presidente e Diretor Executivo do Instituto Acende Brasil
(www.acendebrasil.com.br)