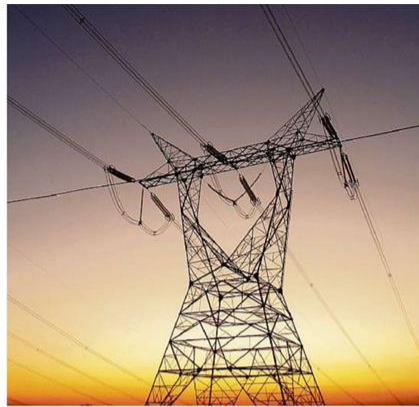


Título	Rentabilidade e custo do capital no setor elétrico
Veículo	Valor Econômico
Data	23 fevereiro 2018
Autores	Claudio J. D. Sales, Eduardo Müller Monteiro e Franceli Jodas

ECONÔMICO

Valor



Retorno sobre capital só agora retorna ao nível adequado.
Por **Claudio Sales, Eduardo Monteiro e Franceli Jodas**

Rentabilidade e custo do capital no setor elétrico

O momento atual é marcado pelas expectativas em relação à retomada do crescimento, e um dos setores econômicos monitorado muito de perto pelos agentes de mercado é o setor elétrico. A atenção a este setor se explica pela sua alta correlação com a expansão econômica. No entanto, a resposta para a simples pergunta “o setor elétrico brasileiro é rentável?” envolve certa complexidade. É necessário ir além da superfície com outras perguntas: 1- rentável de acordo com qual indicador? 2- Uma vez arbitrado um período de análise, há alterações ao longo do horizonte temporal selecionado?

Em busca das respostas para essas perguntas, o Instituto Acende Brasil, em parceria com a KPMG, desenvolveu um estudo sobre a rentabilidade do setor elétrico adotando como indicador o EVA (“Economic Value Added” ou “Valor Econômico Adicionado”) para o horizonte de 2011 a 2016, e compreendendo 36 companhias abertas que atuam nos três eixos físicos da cadeia de valor do setor (geração, transmissão e distribuição).

Essa amostra de empresas, de forma geral, foi definida com base na disponibilidade de dados por elas publicados e buscando obter cerca de 70% de representatividade em cada elo da cadeia (por exemplo, as empresas geradoras da amostra respondem por cerca de 70% da potência instalada no Brasil). Um sumário executivo do estudo está disponível em www.acendebrasil.com.br/estudos.

Em relação ao indicador, a escolha do EVA é fácil de se defender. Como o setor elétrico é intensivo em capital e tem perfil de retorno de longo prazo, as métricas mais “populares” de rentabilidade — como Lucro Líquido e Ebitda — não são capazes de capturar essa intensividade do capital. O EVA, por outro lado, inclui na sua formação o peso quanto do capital de terceiros quanto do capital próprio, e é exatamente por considerar o custo de oportunidade de ambos os tipos de capital que ele é classicamente adotado para revelar a rentabilidade de setores de infraestrutura.

Em relação aos resultados obtidos, e conforme já se esperava, foi necessária cuidadosa interpretação. Um dos primeiros cuidados tomados foi a adoção de dois cenários para análise dos resultados: “Cenário 1 – Base”, que contém resultados de todas as 36 empresas, e “Cenário 2 – Base sem Eletrobras e suas subsidiárias”.

EVA do Setor Elétrico Brasileiro

Em R\$ bilhões

	(1) Cenário Base	(2) Cenário sem Eletrobras	Diferença (1) - (2)
2011	-16,2	4,5	-20,7
2012	-25,8	1,8	-27,6
2013	-33,2	-4,8	-28,4
2014	-27,5	-6,2	-21,3
2015	-34,6	-7,6	-27,0
2016	-28,5	-1,8	-26,7
Total	-103,5	-10,9	-92,6

Fonte: KPMG e Instituto Acende Brasil, 2017

Os dois cenários foram necessários para colocarmos uma lupa sobre o desempenho da Eletrobras e sobre os impactos da Medida Provisória 579 (MP 579) de 2012. A ingerência política na estatal tem levado a empresa a operar com um retorno inferior ao seu custo de capital há décadas. Isso quer dizer que seu EVA tem sempre sido negativo, mas essa condição foi agravada em 2012, quando a estatal foi forçada, pelo governo anterior, a aceitar a renovação de suas concessões de acordo com as condições destruidoras de valor da MP 579.

Por outro lado, já antecipávamos que poderia haver uma melhora dessa trajetória de EVAs negativos em 2016, quando a Eletrobras sofreu os efeitos positivos não recorrentes da contabilização tardia dos pagamentos devidos referentes aos ativos atrelados à renovação de suas concessões, também no contexto da MP 579.

Uma destruição de valor de mais de R\$ 92 bilhões foi arcada pelas maiores empresas estatais da área

A decisão de adotar os dois cenários foi acertada. Conforme a tabela, no “Cenário 1 – Base”, que inclui todas as 36 empresas, o EVA foi significativamente negativo de 2011 a 2015 e apresentou valor positivo apenas em 2016, ano em que houve a contabilização das indenizações acima citadas, um evento não recorrente. Somados os EVAs anuais, a perda econômica consolidada foi de R\$ 103,5 bilhões, valor superior ao orçamento do Bolsa Família em 2017, de R\$ 90 bilhões.

Já no “Cenário 2”, com a exclusão da Eletrobras e suas subsidiárias, apresentou os seguintes resultados: 1- EVAs ligeiramente positivos em 2011 e 2012; 2- o início de uma série de três anos de EVAs crescentemente negati-

vos de 2013 a 2015, como consequência da desestruturação setorial generalizada provocada pela MP 579, que acabou afetando todas as empresas, e não somente a Eletrobras; e 3- uma tímida retomada em 2016, com EVA positivo de R\$ 1,6 bilhão. A perda econômica consolidada no “Cenário 2” foi bem menor: R\$ 10,9 bilhões.

Os resultados acima permitem algumas conclusões. Em primeiro lugar, é nítido o efeito provocado pela interferência política no setor quando as estatais da Eletrobras foram forçadas a aceitar a imposição de tarifas artificialmente baixas. Basta verificar os EVAs persistentemente negativos no período que se sucedeu à MP 579 de 2012 (entre 2013 e 2015).

Em segundo lugar, vale comparar as diferenças entre os dois cenários de EVA (com e sem Eletrobras e subsidiárias): são mais de R\$ 92 bilhões de destruição de valor arcados pelas maiores estatais do setor.

Em terceiro lugar, a mensagem para os reguladores também é forte. Como mostram os resultados acima, o setor elétrico brasileiro não está “nadando de brancas”. Pelo contrário: a rentabilidade se agora parece retornar a patamares adequados de retorno sobre o capital (ou de EVA ao redor de zero), como seria esperado de setores altamente regulados. Isso quer dizer que tanto a correta calibragem dos “custos de capital regulatórios” (ou, no jargão técnico, dos “WACCs regulatórios”), na distribuição e na transmissão de eletricidade, quanto a definição de preços tetos realistas, no caso dos leilões de expansão da geração e transmissão, são cruciais para manter essas atividades econômicas atrativas e sustentáveis.

Claudio J. D. Sales e Eduardo Müller Monteiro são presidente e diretor executivo do Instituto Acende Brasil (www.acendebrasil.com.br). **Franceli Jodas** é sócia líder de energia elétrica na KPMG (www.kpmg.com/br).

O momento atual é marcado pelas expectativas em relação à retomada do crescimento, e um dos setores econômicos monitorado muito de perto pelos agentes de mercado é o setor elétrico. A atenção a este setor se explica pela sua alta correlação com a expansão econômica. No entanto, a resposta para a simples pergunta "o setor elétrico brasileiro é rentável?" envolve certa complexidade. É necessário ir além da superfície com outras perguntas: 1- rentável de acordo com qual indicador?; 2- Uma vez arbitrado um período de análise, há alterações ao longo do horizonte temporal selecionado?

Em busca das respostas para essas perguntas, o Instituto Acende Brasil, em parceria com a KPMG, desenvolveu um estudo sobre a rentabilidade do setor elétrico adotando como indicador o EVA ("Economic Value Added" ou "Valor Econômico Adicionado") para o horizonte de 2011 a 2016, e compreendendo 36 companhias abertas que atuam nos três elos físicos da cadeia de valor do setor (geração, transmissão e distribuição).

Essa amostra de empresas, de forma geral, foi definida com base na disponibilidade de dados por elas publicados e buscando obter cerca de 70% de representatividade em cada elo da cadeia (por exemplo, as empresas geradoras da amostra respondem por cerca de 70% da potência instalada no Brasil). Um sumário executivo do estudo está disponível em www.acendebrasil.com.br/estudos.

Em relação ao indicador, a escolha do EVA é fácil de se defender. Como o setor elétrico é intensivo em capital e tem perfil de retorno de longo prazo, as métricas mais "populares" de rentabilidade - como Lucro Líquido e Ebitda - não são capazes de capturar essa intensividade do capital. O EVA, por outro lado, inclui na sua formação o peso tanto do capital de terceiros quanto do capital próprio, e é exatamente por considerar o custo de oportunidade de ambos os tipos de capital que ele é classicamente adotado para revelar a rentabilidade de setores de infraestrutura.

Em relação aos resultados obtidos, e conforme já se esperava, foi necessária cuidadosa interpretação. Um dos primeiros cuidados tomados foi a adoção de dois cenários para análise dos resultados: "Cenário 1 - Base", que contém resultados de todas as 36 empresas, e "Cenário 2 - Base sem Eletrobras e suas subsidiárias".

Os dois cenários foram necessários para colocarmos uma lupa sobre o desempenho da Eletrobras e sobre os impactos da Medida Provisória 579 (MP 579) de 2012. A ingerência política na estatal tem levado a empresa a operar com um retorno inferior ao seu custo de capital há décadas. Isso quer dizer que seu EVA tem sempre sido negativo, mas essa condição foi agravada em 2012, quando a estatal foi forçada, pelo governo anterior, a aceitar a renovação de suas concessões de acordo com as condições destruidoras de valor da MP 579.

Por outro lado, já antecipávamos que poderia haver uma melhora dessa trajetória de EVAs negativos em 2016, quando a Eletrobras sofreu os efeitos positivos não recorrentes da contabilização tardia dos pagamentos devidos referentes aos ativos atrelados à renovação de suas concessões, também no contexto da MP 579.

A decisão de adotar os dois cenários foi acertada. Conforme a tabela, no "Cenário 1 - Base", que inclui todas as 36 empresas, o EVA foi significativamente negativo de 2011 a 2015 e apresentou valor positivo apenas em 2016, ano em que houve a contabilização das indenizações acima citadas, um evento não recorrente. Somados os EVAs anuais, a perda econômica consolidada foi de R\$ 103,5 bilhões, valor superior ao orçamento do Bolsa Família em 2017, de R\$ 80 bilhões.

Uma destruição de valor de mais de R\$ 92 bilhões foi arcada pelas maiores empresas estatais da área

Já no "Cenário 2", com a exclusão da Eletrobras e suas subsidiárias apresentou os seguintes resultados: 1- EVAs ligeiramente positivos em 2011 e 2012; 2- o início de uma série de três anos de EVAs crescentemente negativos de 2013 a 2015, como consequência da desestruturação setorial generalizada provocada pela MP 579, que acabou afetando todas as empresas, e não somente a Eletrobras; e 3- uma tímida retomada em 2016, com EVA positivo de R\$ 1,6 bilhão. A perda econômica consolidada no Cenário 2 foi bem menor: R\$ 10,9 Bilhões.

Os resultados acima permitem algumas conclusões. Em primeiro lugar, é nítido o efeito provocado pela interferência política no setor quando as estatais da Eletrobras foram forçadas a aceitar a imposição de tarifas artificialmente baixas. Basta verificar os EVAs persistentemente negativos no período que se sucedeu à MP 579 de 2012 (entre 2013 e 2015).

Em segundo lugar, vale comparar as diferenças entre os dois cenários de EVA (com e sem Eletrobras e subsidiárias): são mais de R\$ 92 bilhões de destruição de valor arcados pelas maiores estatais do setor.

Em terceiro lugar, a mensagem para os reguladores também é forte. Como mostram os resultados acima, o setor elétrico brasileiro não está "nadando de braçadas". Pelo contrário: a rentabilidade só agora parece retornar a patamares adequados de retorno sobre o capital (ou de EVA ao redor de zero), como seria esperado de setores altamente regulados. Isso quer dizer que tanto a correta calibragem dos "custos de capital regulatórios" (ou, no jargão técnico, dos "WACCs regulatórios"), na distribuição e na transmissão de eletricidade, quanto a definição de preços tetos realistas, no caso dos leilões de expansão da geração e transmissão, são cruciais para manter essas atividades econômicas atrativas e sustentáveis.

Claudio J. D. Sales e Eduardo Müller Monteiro são presidente e diretor executivo do Instituto Acende Brasil (www.acendebrasil.com.br).

Franceli Jodas é sócia líder de energia elétrica na KPMG (www.kpmg.com.br)