

Título	Rentabilidade do setor elétrico e sinais regulatórios
Veículo	Valor Econômico Online
Data	06 de Janeiro de 2021
Autores	Claudio J. D. Sales, Eduardo Müller Monteiro e Paulo Guilherme Coimbra


Opinião

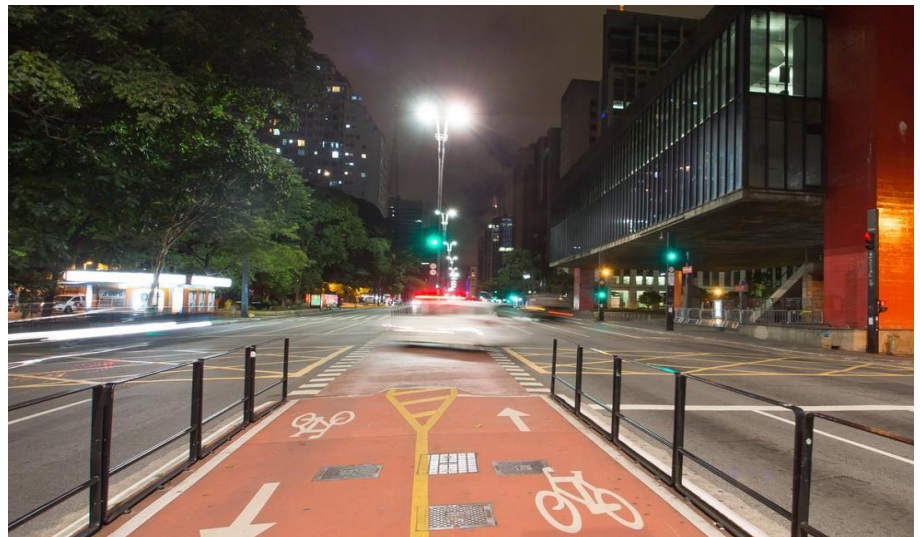
Rentabilidade do setor elétrico e sinais regulatórios

A estimação do custo de capital regulatório não é simples

Por Claudio Sales, Eduardo Monteiro e Paulo Coimbra

06/01/2021 05h00 · Atualizado há 4 horas

Qual tem sido a rentabilidade das empresas do setor elétrico? Qual indicador revela de forma mais adequada as características do setor, marcado por alta intensividade de capital, retornos de longo prazo e alta influência de comandos regulatórios?



A escolha do indicador econômico-financeiro é crucial porque indicadores mais conhecidos como o lucro líquido e o Ebitda (acrônimo em inglês que expressa a capacidade de geração de caixa operacional de uma empresa) não incorporam os investimentos que precisam ser aportados para a geração de lucros ou fluxos de caixa das empresas.

EVA do setor elétrico brasileiro

Em R\$ bilhões

	(1) Cenário Base	(2) Cenário sem Eletrobras	Diferença (1) - (2)
2017	- 18,2	- 9,4	- 8,8
2018	- 20,0	- 9,1	- 10,9
2019	- 10,6	- 3,3	- 7,3
Total	- 48,8	- 21,8	- 27,0

Fonte: KPMG e Instituto Acende Brasil, 2020

Além disso, como o nosso modelo regulatório é baseado nos regimes 'price cap' e 'revenue cap' para empresas geradoras cotistas, transmissoras e distribuidoras de eletricidade - regimes nos quais a remuneração da empresa é determinada por uma taxa de desconto regulatória ou custo de capital regulatório - o uso do EVA permite medir e avaliar de forma 'ex-post' a adequação da taxa regulatória definida pela Aneel.

A estimação do custo de capital regulatório não é simples e consumiu grande esforço do regulador e das empresas reguladas, que ao longo de meses interagiram nas consultas públicas organizadas pela Aneel, permitindo que em março de 2020 o regulador apresentasse os resultados finais referentes à metodologia e à atualização da taxa regulatória de capital no âmbito da Consulta Pública nº 26/2019.

A estimação do custo de capital regulatório não é simples e consumiu grande esforço do regulador e das empresas reguladas, que ao longo de meses interagiram nas consultas públicas organizadas pela Aneel, permitindo que em março de 2020 o regulador apresentasse os resultados finais referentes à metodologia e à atualização da taxa regulatória de capital no âmbito da Consulta Pública nº 26/2019.

A fim de eliminar controvérsias metodológicas para o cálculo do EVA, adotou-se como 'proxy' do custo de capital as taxas de desconto regulatórias estimada pela Aneel. Obviamente essa escolha não implica aceitação das metodologias da Aneel: o objetivo foi obter uma melhor comparação entre as empresas usando a mesma base para a taxa de desconto.

Os resultados obtidos com as premissas acima permitem várias interpretações que podem ser aprofundadas com a separação em dois cenários na tabela abaixo: um "Cenário Base", com resultados de todas as 47 empresas da amostra, e um "Cenário sem Eletrobras e suas subsidiárias".

Como é possível notar na soma da primeira coluna, a geração de valor econômico foi negativa para as empresas do setor em todos os anos e o

EVA cumulativo do período foi de R\$ 48,8 bilhões negativos. Esta constatação de EVA negativo em todos os anos do estudo - ou seja, retorno de capital inferior ao custo de capital - aponta a necessidade de uma postura regulatória que tenha como um de seus objetivos permanentes a reversão da trajetória de EVAs negativos, como a iniciada em 2017. Afinal, isso é o que se espera de um setor altamente regulado: EVAs ao redor de zero, ou retorno sobre o capital próximo ao custo de capital.

Já quando olhamos para a segunda coluna, percebe-se que a destruição de valor é sensivelmente reduzida quando são excluídas da amostra a Eletrobras e as suas subsidiárias. Se considerarmos a diferença entre as somatórias de EVAs (R\$ 48,8 bilhões com Eletrobras e subsidiárias, e R\$ 21,8 bilhões sem Eletrobras e subsidiárias), a destruição de valor medida pelo EVA é de R\$ 27 bilhões menor no cenário sem Eletrobras e subsidiárias. Isto quer dizer que, apesar das iniciativas do atual presidente da Eletrobras, que assumiu a empresa em julho de 2017, a estatal ainda não conseguiu se livrar do efeito inercial de décadas de interferência política e da captura por grupos de pressão internos e externos. Estes dados são mais um fator a ser considerado nas análises de privatização tanto da Eletrobras quanto de outras estatais elétricas estaduais como a CEEE.

Apesar de as empresas ainda enfrentarem EVA negativo de 2017 a 2019, o estudo traz duas boas notícias: não apenas o valor do EVA foi sensivelmente menos negativo em 2019, como também o capital investido apresentou tendência de crescimento.

No entanto, fizemos um exercício - detalhado no estudo completo, disponível em www.acendebrasil.com.br/estudos - segregando os resultados de EVA para as distribuidoras de eletricidade e constatamos que a reversão positiva de tendência observada em 2019 - que teve EVA menos negativo do que os de 2017 e 2018 - foi prejudicada nos 12 meses anteriores ao segundo trimestre de 2020.

Esta interrupção da reversão positiva - uma reversão negativa, na verdade - pode ser um possível sinal dos impactos da covid-19 sobre os resultados das distribuidoras, pois já incorporam os meses de abril a junho de 2020, meses integralmente afetados pelo aumento da inadimplência e diminuição do mercado, ambos influenciados por decisões governamentais que não podem ser tratadas como “risco de mercado” ou “risco do negócio”. Este sinal preliminar pode ser valioso para a Aneel em seus próximos comandos regulatórios voltados à mitigação dos efeitos da covid-19 sobre a sustentabilidade dos contratos de concessão do setor.

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

Paulo Guilherme Coimbra é sócio de corporate finance da KPMG (www.kpmg.com.br)