

VOTO

Em exame o acompanhamento do primeiro estágio do Leilão Aneel 7/2015 para a concessão, por trinta anos, da construção, operação e manutenção das linhas de transmissão de energia e demais equipamentos relativos ao 2º Bipolo da Usina Hidrelétrica de Belo Monte/PA.

2. O trecho principal do sistema de transmissão em análise tem 2.518 km de extensão, com origem em Xingu e destino no Rio de Janeiro, operando em corrente contínua com tensão nominal de 800 kV. Seu objetivo, conjuntamente com as linhas do 1º Bipolo, é escoar a energia excedente gerada na hidrelétrica de Belo Monte/PA para abastecer as capitais e centros urbanos do Sudeste.

3. O 1º Bipolo de Belo Monte/PA, que contempla linhas e equipamentos similares aos ora examinados foi concedido à iniciativa privada por meio do Leilão Aneel 11/2013, realizado em 07/02/2014, no qual se sagrou vencedor o consórcio IE Belo Monte, formado pelas empresas State Grid Brazil Holding, Furnas e Eletronorte, com deságio de 38% em relação à Receita Anual Permitida (RAP) prevista. O lance vencedor previu uma RAP de R\$ 434.647 mil.

4. Temendo uma redução da atratividade das concessões envolvendo obras de infraestrutura em face das mudanças ocorridas no cenário econômico nacional, a Aneel alterou a forma de modelagem e cálculo da RAP para o 2º Bipolo, aumentando a previsão de receita com o objetivo de evitar eventual queda na competitividade desses certames. Com base na nova metodologia, a RAP-teto estimada pela agência foi de R\$ 1,4 bilhão.

5. As principais mudanças no cômputo da RAP-teto ocorreram em relação a quatro parâmetros.

6. A primeira se refere à forma de depreciação dos ativos, que deixaram de ser referenciados pelo valor nominal e passaram a ser deflacionados antes de sua entrada no fluxo de caixa.

7. A segunda ocorreu na definição do novo custo de capital de terceiros, que passou a considerar que todos os financiamentos serão originários do BNDES, sendo utilizadas como referência exclusivamente as regras de concessão do Banco.

8. A terceira alteração se deu na alavancagem considerada para o cálculo da taxa **Weighted Average Cost of Capital** (WACC), que representa a taxa de retorno do projeto. No novo modelo, a estrutura de capital de terceiros (percentual tomado emprestado em relação ao total do investimento) varia ao longo do tempo, também seguindo os parâmetros de financiamento do BNDES.

9. A quarta e última alteração foi o emprego de um Beta variável na fórmula do **Capital Asset Pricing Model** (CAPM), que estima o custo do capital próprio. Como explicado pela SeinfraElétrica, *“a variável Beta do modelo consiste em uma medida de volatilidade de uma ação ou um grupo de ações no mercado de capitais em relação à volatilidade de mercado. Quanto maior sua oscilação, maior o risco do negócio e, conseqüentemente, maior a remuneração necessária de atratividade.”*

10. Na nova sistemática proposta pela Aneel, o cálculo do CAPM faz uso de dois Betas distintos. Durante o período da construção da linha emprega-se um Beta agressivo, de construção civil pesada, reservando-se a utilização do Beta próprio do setor elétrico apenas para o período de operação.

11. Em sua análise, a unidade técnica especializada do Tribunal criticou as premissas empregadas pela Aneel para a definição tanto da estrutura do capital de terceiros quanto da variável Beta.

I

12. De acordo com a SeinfraElétrica, a consideração de que somente serão captados recursos do BNDES restringe demasiadamente a participação de capitais de terceiros e desconsidera a possibilidade de o investidor buscar fontes alternativas de financiamento no mercado, de forma a alcançar uma estrutura de capitais ótima.

13. De fato, o fluxo de caixa apresentado pela Aneel trabalha com uma projeção de 66% de capital próprio contra 34% de terceiros nos períodos iniciais do empreendimento, que vai diminuindo com o passar dos anos, e fica em torno de 87% de próprio e apenas 13% de terceiros na média da concessão.

14. Tal estrutura de capital é extremamente conservadora e não reflete o comportamento de um concessionário eficiente, que busca maximizar o retorno do investimento. Por isso, estou de acordo com a unidade técnica quando propõe que a Aneel reveja seu modelo nesse aspecto.

15. Quanto ao leilão em tela, não foi sugerida correção imediata do edital, seja porque esse item não é o mais relevante no cálculo da RAP, seja porque a mudança requerida demanda pesquisa mais aprofundada pela Aneel, que é incompatível com o cronograma programado para a concessão. Cabe, portanto, determinação para que a agência promova os estudos necessários à reavaliação desse parâmetro, submetendo, em 120 (cento e vinte) dias, o resultado a esta Corte de Contas.

II

16. Em relação à variável Beta, fica evidenciada, a partir da discussão detalhada no relatório que precede este voto, a incorreção metodológica cometida pela Aneel.

17. O Beta expressa o risco sistêmico de um setor econômico, não sendo adequada a coexistência, na avaliação de um mesmo empreendimento, de valores distintos para esse parâmetro. Como pontuado pela SeinfraElétrica, uma concessionária que atua na transmissão de energia elétrica, mesmo em fase de implantação da infraestrutura, não se compara a empresas de construção civil pesada. São negócios intrinsecamente dessemelhantes, com variáveis, riscos e perspectivas diferentes.

18. Mesmo concordando com a análise da unidade técnica, observo caberem aqui algumas ponderações de ordem prática.

19. Por utilizar séries históricas oriundas do mercado americano, o uso exclusivo do Beta do setor elétrico conduz a valores de custo do capital próprio muito conservadores, descolados da realidade brasileira. Tal fato se deve ao perfil das empresas americanas que atuam nesse setor, todas já maduras (**brown field**), com taxa de reinvestimento muito baixa, cenário muito diverso do observado no Brasil.

20. Assim, a solução preconizada pela Aneel, apesar de padecer de insuficiente fundamentação do ponto de vista metodológico, resultou em valores coerentes com o mercado, podendo ser admitida excepcionalmente sua utilização no leilão do 2º Bipolo.

21. Como no caso do item anterior, a concepção, pela Aneel, de uma nova sistemática para o cálculo da taxa de retorno do projeto necessitará de estudos e avaliações prévias que não se coadunam com o cronograma deste empreendimento. Por isso, é oportuno que o encaminhamento seja no mesmo sentido, determinando-se à agência que proceda à reanálise da matéria, apresentando, em 120 (cento e vinte) dias, suas conclusões.

III

22. Outro ponto que foi motivo de ressalvas pela unidade técnica refere-se à estimativa de investimento nos módulos de equipamentos principais das estações conversoras. Para avaliar o custo desses equipamentos, a Aneel realizou a média de seis cotações, das quais três derivadas das cotações feitas para o 1º Bipolo, atualizadas com base no dólar, e três novas, obtidas com fornecedores.

23. Além do espaço amostral ser pequeno, a SeinfraElétrica observou a existência de inconsistências em sua composição, a exemplo da utilização de duas cotações diferentes de um mesmo fornecedor. Como alternativa, foi proposta a adoção do menor dos valores cotados, acrescido de uma margem de variação, informada pela fabricante dos equipamentos.

24. Apesar de guardar reservas quanto a essa solução, uma vez que a escolha do menor valor também não se alicerça em nenhum critério estatístico, reconheço existir aqui uma situação **sui generis** que autoriza o procedimento.

25. A partir das informações obtidas pela concessão do 1º Bipolo, que utiliza o mesmo tipo de equipamentos do 2º Bipolo, pôde-se obter uma aproximação do custo real de mercado do material, sem a presença de certos efeitos espúrios, como sucede frequentemente com as cotações realizadas pela Administração Pública. Foi com base nesse referencial que tornou-se possível avaliar as cotações realizadas pela Aneel, selecionando-se a mais adequada.

26. Por essa razão, acolho a proposta de se determinar à Aneel que utilize o menor valor da cotação realizada, com uma margem de variação de +20%, nos termos da proposta feita pelo fornecedor.

IV

27. Por fim, com base na Nota Técnica 89/2015-SCT da Aneel, foi ressaltada a importância da atualização dos valores das cotações das estações conversoras pela variação cambial do dólar americano em face da instabilidade atual da moeda.

28. Dessa forma, deve ser expedida determinação à Aneel para que atualize o valor do investimento de acordo com a variação cambial das moedas utilizadas na estimativa das estações conversoras, encaminhando para o TCU, por ocasião do atendimento do 2º estágio da IN-TCU 27/1998, posterior ao lançamento do edital, os novos valores obtidos.

Assim, feitas essas breves considerações, acolho parcialmente a proposta de encaminhamento da unidade técnica pelos motivos acima expostos, e voto por que o Tribunal adote o acórdão que ora submeto à deliberação do Plenário.

TCU, Sala das Sessões Ministro Luciano Brandão Alves de Souza, em 27 de maio de 2015.

JOSÉ MÚCIO MONTEIRO
Relator