

COMENTARIOS DE ENSA

CONSULTA PÚBLICA No. 004-18 - PROPUESTA PARA LA DETERMINACIÓN DE LA TASA DE RENTABILIDAD A SER UTILIZADA EN EL CALCULO DEL INGRESO MÁXIMO PERMITIDO (IMP) A EDEMET, A EDECHI Y A ENSA, PARA EL PERIODO COMPRENDIDO DEL 1° DE JULIO DE 2018 AL 30 DE JUNIO DE 2022

Resolución AN No. 12161-Elec. de 1 de marzo de 2018

Comentarios Generales

La tasa de rentabilidad propuesta por ASEP en la Consulta Pública No. 004-18-Elec, se contrapone a lo establecido en el art. 98 del Texto Único de la Ley 6 de 1997, que trata sobre las tarifas de distribución y señala lo siguiente:

*"Artículo 98... El Ente Regulador definirá la Tasa de Rentabilidad que considere razonable para el concesionario, tomando en cuenta **la eficiencia de éste, la calidad de su servicio, su programa de inversiones para el período de vigencia de las fórmulas tarifarias** y cualquier otro factor que considere relevante. Sin embargo, la tasa que el Ente Regulador defina no podrá diferir en más de dos puntos de la tasa resultante de sumar la tasa de interés anual efectiva, promedio de los doce meses anteriores a la fecha en que se fija la fórmula tarifaria, de los bonos de treinta años del tesoro de los Estados Unidos de América, más una prima de ocho puntos por concepto del riesgo del negocio de distribución eléctrica en el país.*

De acuerdo con lo antes indicado, la ASEP tiene la potestad de fijar la Tasa de Rentabilidad en base a los siguientes criterios, en orden de prioridad:

- a) la eficiencia de éste;
- b) la calidad de su servicio;
- c) su programa de inversiones para el período de vigencia de las fórmulas tarifarias,
y
- d) cualquier otro factor que considere relevante.

De igual manera, la propia Ley se preocupa de imponer límites taxativos a la discrecionalidad del Regulador. Puesto en otras palabras, si la ASEP considera razonable penalizar a la empresa distribuidora por mal desempeño en los criterios estipulados, dicha penalización no puede implicar una tasa menor al límite inferior estipulado.

De la propuesta sometida a Consulta se infiere que la ASEP estaría, en ejercicio de su discrecionalidad, penalizando a la empresa al fijar la tasa de distribución en el límite inferior admitido; sin embargo, para tales propósitos tal proposición debería estar ajustada a los criterios antes definidos.

Tomando en consideración lo antes expuesto, se observa de la propuesta formulada que la ASEP ha ignorado los tres primeros criterios y se ha acogido implícitamente al último ("cualquier otro factor que considere relevante"), que no tiene un sustento objetivo claramente definido en la Ley, ya dispone considerar al WACC como único criterio para definir la tasa de rentabilidad.

Es oportuno recordar que en el primer período tarifario no fue siquiera considerado el WACC como criterio para definir la Tasa de Rentabilidad, y que, por el contrario, la ASEP

hizo énfasis en la importancia de los tres primeros criterios, afirmando lo siguiente (ver Res. No JD-221 del 31 de marzo de 1998 que establece la Tasa de Rentabilidad aplicables a las empresas de distribución para el periodo julio 1998 a junio 2002):

"Que en atención a que ésta es la primera revisión tarifaria que realiza el Ente Regulador, no existen las condiciones que permitan aplicar la discrecionalidad de establecer una Tasa de Rentabilidad que difiera de la tasa efectiva de interés anual de los bonos de treinta años del tesoro de los Estados Unidos de América más una prima de ocho puntos;"

En base a lo anterior, resulta claro que como en un inicio no había manera de juzgar el desempeño de la empresa en términos de los tres criterios establecidos por la Ley (eficiencia, calidad y programa de inversiones) no había razón para modificar el promedio que resulta de la Ley.

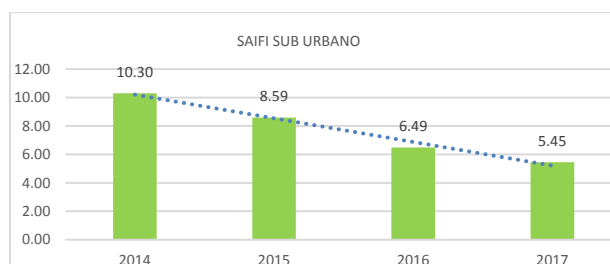
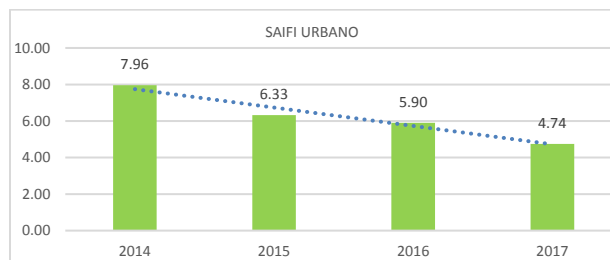
Considerando el desempeño de la empresa a lo largo de este período tarifario con relación a los criterios explícitamente definidos por la Ley, a nuestro criterio no existen motivos fundados para penalizar a la empresa estableciendo una Tasa de Rentabilidad menor a la tasa de los bonos de treinta años del tesoro de los Estados Unidos de América, más una prima de ocho puntos. Tampoco existen argumentos contundentes que permitan aplicar la penalización máxima del límite inferior admisible.

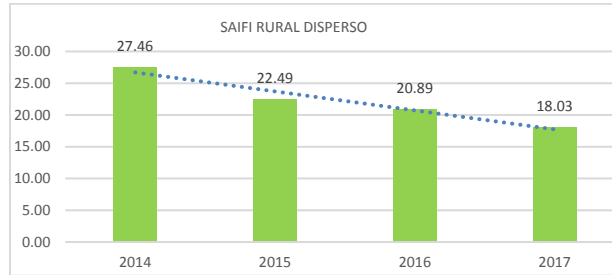
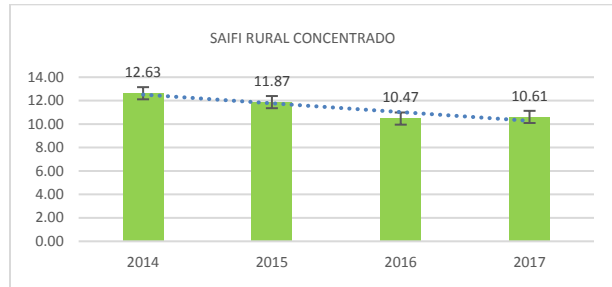
En tal sentido, tomando como base los criterios definidos anteriormente, en lo que respecta a la *eficiencia*, la ASEP ha determinado en su propuesta de Empresas Comparadoras incluida en la convocatoria a Consulta Pública No. 001-18-Elec que ENSA es una empresa eficiente. Del análisis de eficiencia económica llevado a cabo por la ASEP, ENSA muestra una eficiencia del 100%.

Por su parte, los indicadores de *calidad del servicio* muestran una mejora sostenida a lo largo del último período tarifario, tal como se muestra en los siguientes cuadros, en donde se muestra los indicadores de manera global de ENSA.

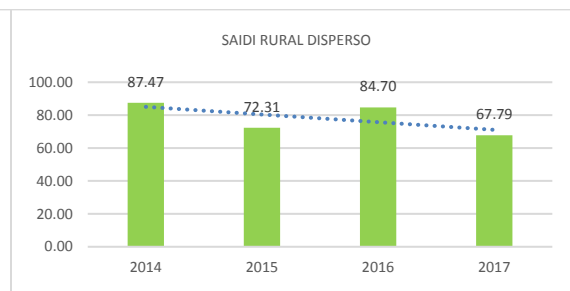
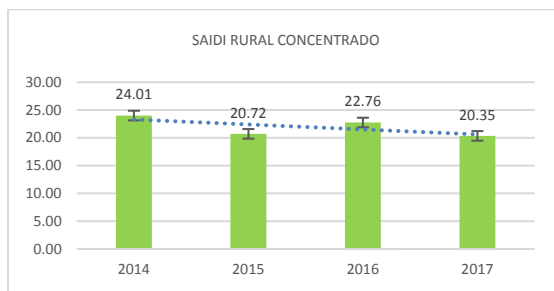
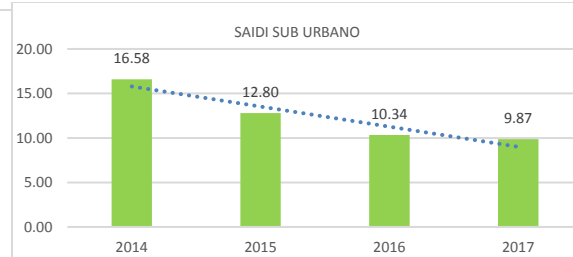
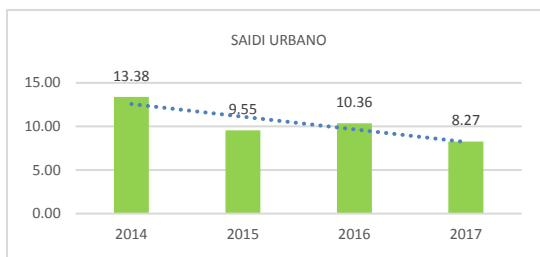
- *Principales Indicadores de Calidad Técnica:*

El SAIFI del periodo mejoro en un 33% a nivel global.





El SAIDI en el periodo tarifario 2014-2018 se redujo a nivel global en un 26%.

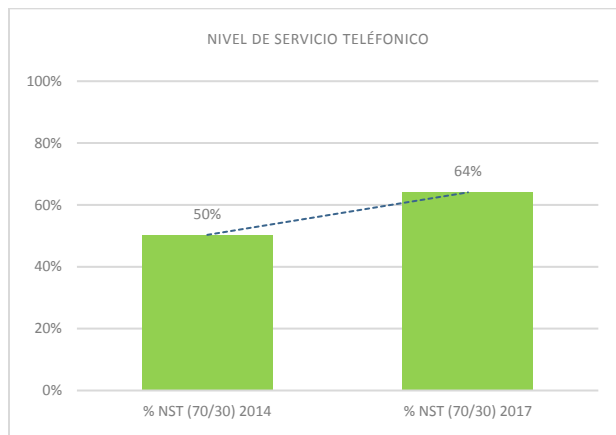
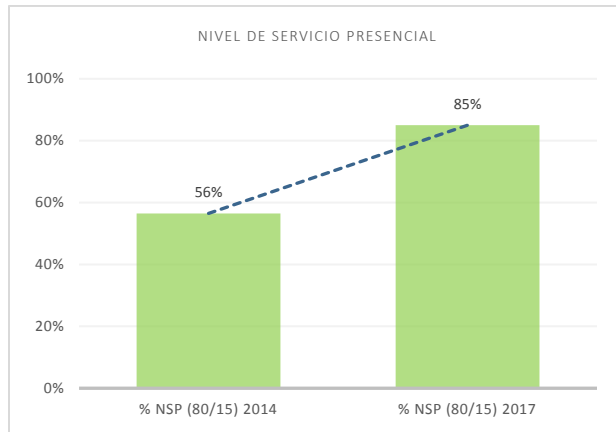


Para el obtener mejoramiento más significativo en las áreas rurales, se está proponiendo en este IMP un Plan de Inversiones de mejora de confiabilidad en estas áreas.

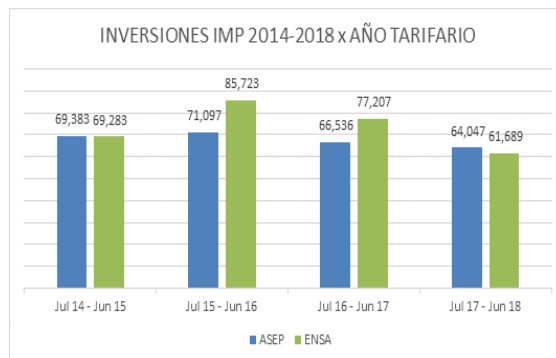
- *Indicadores de Calidad Comercial:*

ENSA valora el tiempo de sus clientes y mejora sus servicios al disminuir los tiempos de espera en sucursales. En el 2017, el 85% de nuestros clientes esperaron 15 minutos o menos para ser atendidos por un ejecutivo en la sucursal.

El nivel de servicio telefónico mejoró en 14 puntos porcentuales del 2014 al 2017.



En lo que respecta al *programa de inversiones*, se observa también el cumplimiento de lo proyectado de acuerdo a lo estipulado en el IMP para este período tarifario, conforme se muestra a continuación:



Lo anterior deja en clara evidencia que ENSA mejoró considerablemente los procesos de planeación y ejecución de proyectos, de tal manera que se cumpliera con los tiempos y montos de inversiones establecidos en el IMP de 2014-2018.

Sin perjuicio de lo antes expuesto, a continuación realizamos nuestros comentarios puntuales a la propuesta de Tasa de Rentabilidad de la ASEP.

1.1 Comentarios Puntuales

- Los valores presentados en tablas 14 y 15 para la WACC real antes de impuestos, no corresponden con los valores al aplicar la fórmula propuesta:

$$WACC_R = \frac{\frac{WACC}{(1-t)} - \pi_{USA}}{1 + \pi_{USA}}$$

Al aplicar correctamente esta fórmula, los resultados de la última fila de las tablas 14 y 15 se modifican. En el caso de la tabla 15 los resultados son los siguientes:

Concepto	Caso Alto	Caso Bajo	Alt 3	Alt 4	Alt 5
WACC Nominal después de impuestos	7.14%	5.43%	6.80%	5.86%	6.29%
WACC Real antes de impuestos	7.72%	5.33%	7.25%	5.93%	6.54%

- En sección II.4 Prima de Riesgo de Mercado, página 15, se indica que para el Caso Bajo se considera promedio del período 1968-2017. Sin embargo, en tablas 7 y 8 se indica que el promedio para este escenario corresponde al período 1977-2017. Consideramos que el periodo considerado en los cálculos es el indicado en tablas 7 y 8.
- El cálculo de la tasa de referencia se debe realizar con información de los 12 meses anteriores en que se fija la fórmula tarifaria (establecido en la Ley 6 de 1997). Esto quiere decir que debe ser recalculada con información de los meses más recientes.
- Consideramos que la información utilizada para la estimación de la Prima de Riesgo de Mercado no es la más adecuada. Ibbotson en su 2017 Valuation Handbook¹, estima la Prima de Riesgo de Mercado para empresas con alta capitalización (Large Comp. Stocks) y con baja capitalización (Small Comp. Stocks). Según Ibbotson, las compañías de baja capitalización (Low-Cap): *"Includes all companies with market capitalization between \$569,279 million and \$2,390,899 million"*.

De acuerdo a información de la Bolsa de Valores de Panamá, de las 23 empresas de Panamá que cotizan en bolsa, 20 se encuadrarían como "small-caps". Por ello, la Prima de Riesgo de Mercado debería calcularse como la diferencia entre el rendimiento de las acciones de empresas con baja capitalización (Small Comp. Stocks) y el rendimiento de los bonos del gobierno de US a largo plazo (Long-Term Govt. Bonds).

En cuanto al período a considerar para el cálculo, debería emplearse toda la información disponible, es decir, período 1926-2016. De esta manera se evita incurrir en discrecionalidad acerca del período a considerar.

¹ 2017 Stocks, Bonds, Bills and Inflation Yearbook: U.S. Capital Markets Performance by Asset Class 1926 – 2016; Ibbotson, Roger J.; Duff & Phelps; Wiley & Sons.

La prima de riesgo de mercado que resulta de considerar esta información es²:

	Promedio 90 años (1926-2016)
Retorno Promedio Anual Acciones Baja Capitalización	16.57%
Retorno Promedio Bonos del Tesoro de Largo Plazo	5.97%
Prima Promedio Riesgo de Mercado	10.60%

Considerando este valor como escenario para el Costo de Capital Propio, y los escenarios Alto y Bajo planteados por ASEP para el Costo de Endeudamiento, junto con diferentes niveles de apalancamiento, se obtienen los siguientes resultados:

	Esc. 1 Costo Endeudamiento: Bajo D/(E+D): 50%	Esc. 2 Costo Endeudamiento: Bajo D/(E+D): 55%	Esc. 3 Costo Endeudamiento: Bajo D/(E+D): 65%	Esc. 4 Costo Endeudamiento: Alto D/(E+D): 50%	Esc. 5 Costo Endeudamiento: Alto D/(E+D): 55%	Esc. 6 Costo Endeudamiento: Alto D/(E+D): 65%
Costo de Capital de Terceros						
Tasa Libre de Riesgo	2.33%	2.33%	2.33%	2.90%	2.90%	2.90%
Riesgo País	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%
Riesgo Corporativo (Rc)	1.52%	1.52%	1.52%	1.91%	1.91%	1.91%
Costo de la Deuda antes de impuestos	5.23%	5.23%	5.23%	6.19%	6.19%	6.19%
Tasa Marginal Impuesto a las Ganancias	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Costo de la Deuda despues de impuestos	3.66%	3.66%	3.66%	4.33%	4.33%	4.33%

Costo del Capital Propio						
Tasa Libre de Riesgo	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%
Riesgo País	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%
Beta Panamá	0.89	0.97	1.20	0.89	0.97	1.20
Prima de Riesgo	10.60%	10.60%	10.60%	10.60%	10.60%	10.60%
Costo del Capital Propio (Re)	13.71%	14.58%	17.04%	13.71%	14.58%	17.04%

WACC						
Costo de Capital Propio	13.71%	14.58%	17.04%	13.71%	14.58%	17.04%
Costo Deuda (antes de impuestos)	5.23%	5.23%	5.23%	6.19%	6.19%	6.19%
Estructura Deuda (D/V)	50%	55%	65%	50%	55%	65%
Tasa Impuesto	30%	30%	30%	30%	30%	30%
WACC nominal	8.69%	8.57%	8.35%	9.02%	8.94%	8.78%
Tasa Inflación Largo Plazo	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
WACC Real despues de impuestos	6.24%	6.13%	5.91%	6.57%	6.49%	6.34%
WACC Real antes de impuestos	9.88%	9.73%	9.41%	10.35%	10.24%	10.02%

Nota: el beta varía en función del grado de apalancamiento

² En Anexo se incluye tabla con todos los valores considerados en el cálculo.

En todos los escenarios planteados el WACC resultante es superior al límite inferior estipulado por la Ley 6 de 1997.

En virtud de todo lo antes expuesto, consideramos que no existen argumentos razonables para penalizar a la empresa estableciendo para la Tasa de Rentabilidad, definiéndola en base al límite inferior admitido por la Ley 6 de 1997, motivo por el cual le solicitamos que la tasa de rentabilidad sea el valor calculado como Tasa de Retorno de Referencia **10.90%** de acuerdo a los parámetros establecidos en la Ley 6 y plasmado en el Anexo A Resolución 12161 de la consulta pública, y no se efectuó ajuste hacia abajo, considerando la mejora que ENSA ha demostrado en la calidad del servicio y su nivel de inversiones.