

Panamá, 29 de noviembre de 2022
VPER-244-22

Licenciado

Armando Fuentes Rodríguez

Administrador General

Autoridad Nacional de los Servicios Públicos (ASEP)

Ciudad. -

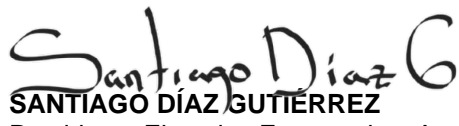
Respetado Licenciado Fuentes:

En cumplimiento del procedimiento establecido en la Resolución AN No. 18013-Elec de 14 de noviembre de 2022 "Por la cual se aprueba la celebración de la Consulta Pública No.008-22, para considerar la propuesta para la Determinación de la Tasa de Rentabilidad a Ser Utilizada en el Cálculo del Ingreso Máximo Permitido (IMP) a la **EMPRESA DE DISTRIBUCIÓN ELÉCTRICA METRO OESTE, S.A. (EDEMET)**, a la **EMPRESA DE DISTRIBUCIÓN ELÉCTRICA CHIRIQUÍ, S.A. (EDECHI)** y a la **EMPRESA DE DISTRIBUCIÓN ELEKTRA NORESTE, S.A. (ENSA)**, para el periodo comprendido del 1° de julio de 2022 al 30 de junio de 2026", presentamos de manera formal nuestros comentarios **en sus oficinas**, más la documentación que le acompaña y que describimos a continuación:

- Nota remisoría firmada.
- Comentarios a la Consulta Pública No.008-22 (dos copias).
- Copia del carné de residente permanente de Santiago Díaz.
- Comentarios en formato Word por medio electrónico aprobado.

Con las muestras de nuestra más alta consideración y respeto a su Autoridad.

Atentamente,



SANTIAGO DÍAZ GUTIÉRREZ

Presidente Ejecutivo Encargado y Apoderado General

Adjunto lo indicado.

Consulta Pública No. 008-22

“Por la cual se aprueba la celebración de la Consulta Pública No. 008-2022, para considerar la propuesta para la Determinación de la Tasa de Rentabilidad a ser utilizada en el Cálculo del Ingreso Máximo Permitido (IMP) a las empresas distribuidoras, para el periodo comprendido del 1ro de julio de 2022 a 30 de junio de 2026.”

Presentamos oportunamente comentarios al Anexo A de la Resolución AN 18013-Elec del 14 de noviembre de 2022 relacionado con la determinación de la tasa de rentabilidad a ser utilizada en el IMP 2022-2026 para la consideración de su Autoridad. A continuación, para apoyar a la comprensión se comparte la estructura utilizada para presentar de manera fundamentada nuestros comentarios:

Contenido

| | |
|--|---|
| Consulta Pública No. 008-22..... | 1 |
| Base legal..... | 1 |
| Tasa de reconocimiento legal..... | 2 |
| Metodología WACC..... | 3 |
| Tasa libre de riesgo..... | 3 |
| Tasa riesgo país..... | 4 |
| Spread default crediticio..... | 4 |
| Inflación implícita..... | 4 |
| Estructura de capital..... | 5 |
| Escenarios de costo promedio de capital..... | 7 |
| Conclusión..... | 8 |

Base legal

En el presente documento, todas las observaciones que se realizan y sus respectivas sugerencias están alienadas con lo estipulado en el Texto Único de la Ley 6 de 03 de febrero de 1997, que en el Título IV, Capítulo III relativo a Tarifas por Distribución, indica:

Artículo 101. Valor agregado de distribución:-El Valor agregado de distribución está constituido por los siguientes costos que tendría una empresa de distribución eficiente, para prestar el servicio de distribución en su zona de concesión: costos de administración, operación y mantenimiento del sistema de distribución, excluyendo los costos de medición, facturación y atención a los clientes; el costo de las pérdidas estándar en las redes de distribución; el costo de depreciación de sus bienes; y el costo correspondiente a la oportunidad que debe tener el concesionario de obtener una tasa razonable de rentabilidad sobre sus inversiones. Para los efectos de este cálculo, no se considerarán los costos financieros de créditos concedidos al concesionario.

Comentarios Elektra Noreste S.A.

El ente regulador establecerá un máximo de seis áreas de distribución, representativas de los mercados atendidos en cada zona de concesión; y calculará, luego, el valor agregado de distribución para cada área representativa, bajo el supuesto de eficiencia en la gestión de la empresa de distribución. El supuesto de eficiencia tendrá como base el desempeño reciente de empresas reales similares, nacionales o extranjeras.

El ente regulador definirá la tasa de rentabilidad que considere razonable para el concesionario, tomando en cuenta la eficiencia de este, la calidad de su servicio, su programa de inversiones para el periodo 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.

La tasa así determinada se aplicará a los activos fijos netos en operación que el ente regulador estime para el periodo de vigencia de las fórmulas tarifarias. Esta estimación se hará a partir del valor, a costo original, asentado en los libros de contabilidad del concesionario, al inicio del periodo, bajo el supuesto de eficiencia económica en las inversiones que el concesionario haga durante el periodo.

Tasa de reconocimiento legal

Con base en lo estipulado explícitamente en el artículo mencionado, específicamente en lo referente a ...

“... 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.” (el resaltado es nuestro)

Nos permitimos precisar que en el Anexo A, se hace uso de información que no corresponde al rango de tiempo detallado en la Ley, considerando que la información para fijar la fórmula tarifara, en su versión inicial (consulta pública), no está haciendo uso de la información correspondiente a los doce meses anteriores (noviembre 2021 – octubre 2022) que, a su vez, al momento de emitir la fórmula definitiva resultado de la consulta pública durante el mes de diciembre, habría de abarcar el rango diciembre 2021 a noviembre 2022 con los datos completos para dar cumplimiento cabal a lo detallado por la Ley.

Lo mencionado anteriormente es consistente con lo mencionado en la Ley 6 y propende por tener un entorno financiero-económico lo más actualizado posible a la realidad en que se desempeñan las empresas distribuidoras.

| fecha | Tasa libre de riesgo UST-30 |
|---------------|--------------------------------|
| dic-21 | 1.85 |
| ene-22 | 2.10 |
| feb-22 | 2.25 |
| mar-22 | 2.41 |
| abr-22 | 2.81 |
| may-22 | 3.07 |

Comentarios Elektra Noreste S.A.

| fecha | Tasa libre de riesgo UST-30 |
|---------------------|--------------------------------|
| jun-22 | 3.25 |
| jul-22 | 3.10 |
| ago-22 | 3.13 |
| sep-22 | 3.56 |
| oct-22 | 4.04 |
| nov-22 ¹ | 4.08 |
| Promedio | 2.97 |

Tabla 1. Tasa libre de riesgo

Con base en lo anterior, la tasa de rentabilidad a ser reconocida en el proceso de fijación de la tarifa vigente deberá ubicarse en el rango:

$$2.97\% + 8\% (\pm 2\%)$$

Es decir, un valor entre 8.97% y 12.97%, rango dentro del cual el regulador, con base características propias de cada empresa distribuidora mencionadas en el mismo artículo 101 de la Ley 6, como lo son

“la eficiencia ..., la calidad de su servicio, su programa de inversiones ... y cualquier otro factor que considere relevante”

... definirá una tasa que considere razonable.

Metodología WACC

Coincidimos que la metodología de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC por sus siglas en inglés), constituye modelo técnicamente representativo para ser usado como base de comparación del rango establecido por la Ley 6, a fin de aportar elementos adicionales al momento de determinar la tasa de rentabilidad a ser otorgada a las empresas distribuidoras.

En tal sentido, no tenemos objeción al concepto y aproximación metodológica, más si tenemos observaciones a elementos de éste y su consideración al momento de establecer diferentes posibles escenarios, lo cual ampliamos a continuación:

Tasa libre de riesgo

Para determinar la tasa libre de riesgo, no debemos perder de vista que la misma legislación establece el uso de los bonos de treinta años del tesoro de los Estados Unidos de América, instrumento cuya duración es además la más próxima a la duración promedio de las inversiones en distribución y por tanto el mejor comparador. Es por este motivo que el uso de duraciones de 20, 10 y/o 5 años como referentes para el sector energía, es inapropiado técnicamente y por tanto no deben ser tenidas en cuenta en ninguno de los escenarios.

Haciendo referencia a lo indicado, solicitamos emplear en todos los escenarios el rendimiento de los bonos UST a 30 años (dic.2021 – nov.2022) equivalente a **2.97%** por ser más adecuado y consecuente con la legislación.

¹ Calculados con datos publicados al 22 de noviembre de 2022

Comentarios Elektra Noreste S.A.

Tasa riesgo país

Consistente con lo ya mencionado, referente al rango de tiempo considerado al momento de fijar la fórmula tarifaria, la evolución del Índice de Bonos del Mercado Local (EMBI por sus siglas en inglés) como medida del riesgo sistemático del país, debe acogerse al mismo rango de tiempo consistente (dic.2021 – nov.2022) a saber:

| fecha | EMBI+ Panamá |
|-----------------|--------------|
| dic-21 | 1,87 |
| ene-22 | 2,07 |
| feb-22 | 2,38 |
| mar-22 | 1,92 |
| abr-22 | 2,23 |
| may-22 | 2,13 |
| jun-22 | 2,46 |
| jul-22 | 2,54 |
| ago-22 | 2,44 |
| sep-22 | 2,86 |
| oct-22 | 2,74 |
| nov-22 | 2,40 |
| Promedio | 2,34 |

Tabla 2. Tasa de riesgo país

Con base en lo indicado, solicitamos se ajuste la tasa de riesgo país (dic.2021 – nov.2022) a **2.34%** por ser más consecuente con la información base.

Spread default crediticio

La ASEP hace uso de las actuales calificaciones internacionales de deuda país (BBB- [Fitch] y Baa2 [Moody's]) como referente, con base en la tabla 8 de spreads por riesgo corporativo (Damodaran), por lo cual establece un spread crediticio de 1.59%.

No obstante, es incorrecto hacer uso de la calificación de país considerando que las empresas distribuidoras no acceden a fuentes de liquidez a través de créditos estatales, sino que acceden a créditos a través del sistema bancario nacional. Es por esto por lo que se debe tomar la calificación de Entorno Operativo del Sistema Bancario Panameño, el cual se le asignó un nivel de calificación BB+ (Fitch, feb.2022)² (no se tiene equivalente Moody's).

A partir de la mencionada calificación y con base en la misma tabla 8 "Spread por riesgo corporativo" referente (Damodaran) aportada por ASEP en la página 22 del anexo A, solicitamos se ajuste la tasa de spread default crediticio a **1.93%**.

Inflación implícita

La ASEP, para uno de los escenarios planteados, hace uso de promedio de inflación estimada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) 2022-2026. Al respecto, nos permitimos precisar que es inadecuado técnicamente combinar indistintamente variables económicas históricas (todas las demás) con estimados futuros así sea para simulación de escenarios, dado que no harían referencia a información consistente en el tiempo. Por lo anterior,

² <https://www.fitchratings.com/research/banks/fitch-takes-actions-on-panamanian-banks-following-sovereign-oe-outlook-revision-to-stable-03-02-2022#:~:text=Fitch%20has%20adjusted%20the%20outlook,of%20the%20banks'%20financial%20performance>

Comentarios Elektra Noreste S.A.

recomendamos hacer uso del mismo rango de tiempo (dic.2021 – nov.2022) con base en la incorporación de los TIPS, a saber:

| mes | UST-30 | TIPS-30 |
|-----------------|-------------|-------------|
| dic-21 | 1.85 | -0.42 |
| ene-22 | 2.10 | -0.14 |
| feb-22 | 2.25 | 0.07 |
| mar-22 | 2.41 | -0.08 |
| abr-22 | 2.81 | 0.26 |
| may-22 | 3.07 | 0.60 |
| jun-22 | 3.25 | 0.78 |
| jul-22 | 3.10 | 0.89 |
| ago-22 | 3.13 | 0.84 |
| sep-22 | 3.56 | 1.29 |
| oct-22 | 4.04 | 1.71 |
| nov-22 | 4.08 | 1.65 |
| Promedio | 2.97 | 0.62 |
| Spread | 2.35 | |

Tabla 3. Inflación Esperada

Por tanto, solicitamos se ajuste la inflación implícita a **2.35%** y sea usada de manera homogénea en la totalidad de escenarios.

Estructura de capital

Tal y como lo menciona la ASEP, las empresas están permanentemente buscando una composición adecuada de capital propio y deudas, con lo cual se conforma el capital total. Por tanto, el nivel de apalancamiento “óptimo” varía según el tipo de negocio y la estrategia financiera y de riesgo propia de cada compañía.

ASEP, entrando directamente en la asignación a escenarios, propone para el caso medio y bajo se considere una estructura de capital (relación $D/(D+E)$) resultante de un benchmarking de revisiones tarifarias de distribución para un grupo reducido de países como lo son: ANEEL (Brasil), CREG (Colombia), CNE (Guatemala), OFGEM (Reino Unido) y AER (Australia) presentados en la tabla 10. No obstante, no especifica los motivos para seleccionar específicamente ese grupo de cinco (5) países como referentes.

Estamos de acuerdo con que el uso de benchmarking para el “escenario bajo” específicamente, pero de forma ampliada con información actualizada y los países presentados en la Tabla #4.

Toda vez que no está detallado el criterio y que al incorporar más países se podría establecer con mayor rigurosidad la tendencia de la industria, ponemos a consideración del regulador incluir además otros países europeos a fin de ampliar la muestra con el realizar con Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Holanda, Irlanda, Italia, Noruega, Portugal y Suecia. Adicionalmente, incluir Honduras por la disponibilidad de información a saber:

| País | Año | D/(D+E) | Fuente |
|------------------|------|---------|--|
| Brasil | 2018 | 55,72% | Nota Técnica no 41/2018-SRM/ANEEL |
| Colombia | 2020 | 40% | Cálculo de la tasa de rentabilidad (WACC) para los sectores de electricidad y gas por red (mercados) (CREG 155/2020) |
| Guatemala | 2012 | 58% | Resolución CNEE-263-2012 |

Comentarios Elektra Noreste S.A.

| País | Año | D/(D+E) | Fuente |
|-----------------|------|---------------|--|
| UK | 2021 | 60% | RIIO-ED2 Sector Specific Methodology Decision: Annex 3 Finance |
| Australia | 2018 | 60% | Rate of Return Instrument - Explanatory Statement 2018 |
| Alemania | 2017 | 60% | Council of European Energy Regulators - 2017. CEER Report on Investment Conditions in European Countries. Diciembre 2017 |
| Austria | 2017 | 60% | |
| Bélgica | 2017 | 51% | |
| Finlandia | 2017 | 40% | |
| Holanda | 2017 | 50% | |
| Irlanda | 2017 | 55% | |
| Italia | 2017 | 44% | |
| Noruega | 2017 | 60% | |
| Portugal | 2017 | 55% | |
| Suecia | 2017 | 50% | |
| Honduras | 2021 | 54% | ACUERDO CREE-42-2021 |
| Promedio | | 53.31% | |

Tabla 4. Benchmarking de estructura de capital

También, hacemos notar que algunos valores considerados en el benchmarking ASEP están desactualizados y fueron corregidos en la tabla anterior:

- Brasil. De acuerdo con la nota técnica 41/2018 de la ANEEL la estructura de capital es 55.72%
- Reino Unido. En la RIIO-ED2, OFGEM ha considerado que la estructura óptima es de 60%

Para el “escenario medio”, y apelando al mismo criterio que recientemente la ASEP consideró como técnicamente apropiado, incluso para ser usado de manera general para todos los escenarios durante la definición de la tasa de rentabilidad de la empresa transmisora, consideramos que el criterio “punto medio” de 50% es coherente con la liberalidad de cada empresa por apalancarse principalmente en capital propio o deuda.

Finalmente, y dado que para otros elementos del cálculo del IMP se hace uso de referente las empresas de Estados Unidos, consideramos técnicamente correcto que un tercer escenario provenga justamente del mercado referente que se utiliza en la determinación de inversiones, costos y gastos. Usando como referente las empresas con base en las cuales se establece el beta (Damodarán), el endeudamiento promedio de las empresas del sector en Estados Unidos es de 41%.

Con base en lo descrito en los párrafos precedentes, proponemos que la estructura de capital, una de las variables válidas en la determinación de diferentes escenarios, sean los detallados a continuación:

| Componente | Caso Alto | Caso Medio | Caso Bajo |
|-------------------------------|------------|------------|---------------|
| Estructura de capital D/(D+E) | 41% | 50% | 53.31% |

Tabla 5. Estructuras de capital por escenario

Como quiera, no debemos de dejar de lado las sustentaciones que aparecen en la Resolución AN No.17754-Elec de 6 de julio de 2022 anexo A, en la cual se presentan con amplitud las justificaciones y con sumo detalle para la Estructura de Capital del 50% que previamente proponíamos para el “escenario medio”, y que fuese utilizada en todos los escenarios para la Empresa de Transmisión Eléctrica, S.A. (ETESA). Con lo cual, **de esa misma manera**

Comentarios Elektra Noreste S.A.

y si la primera propuesta no fuese aceptada, proponemos que para las distribuidoras se aplique el mismo 50% de manera homogénea en todos los escenarios Alto, Medio y Bajo.

Escenarios de costo promedio de capital

Una vez que se ajustan los casos planteados por ASEP con los valores propuestos en las secciones anteriores, se tienen los siguientes resultados:

| Concepto | Caso Alto | Caso Medio | Caso Bajo |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tasa libre de Riesgo (UST 30) | 2.97% | 2.97% | 2.97% |
| Prima Por Riesgo País | 2.34% | 2.34% | 2.34% |
| Beta | 0.89 | 1.02 | 1.08 |
| Prima por Riesgo | 6.71% | 6.71% | 5.47% |
| Costo Capital Propio | 11.28% | 12.15% | 11.21% |

Tabla 6. Costo del Capital Propio

| Concepto | Caso Alto | Caso Medio | Caso Bajo |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Tasa libre de riesgo | 2.97% | 2.97% | 2.97% |
| Prima Por Riesgo País | 2.34% | 2.34% | 2.34% |
| Prima por riesgo crediticio | 1.93% | 1.93% | 1.93% |
| Costo de endeudamiento | 7.24% | 7.24% | 7.24% |

Tabla 7. Costo del endeudamiento

| Concepto | Caso Alto | Caso Medio | Caso Bajo |
|--|---------------|---------------|---------------|
| Costo Capital Propio | 11.25% | 12.12% | 11.17% |
| Costo de endeudamiento | 6.86% | 6.86% | 6.86% |
| Costo de Endeudamiento después de Impuestos | 4.80% | 4.80% | 4.80% |
| D/(D+E) | 41% | 50% | 53% |
| E/(D+E) | 59% | 50% | 47% |
| WACC Nominal antes de impuestos | 12.49% | 12.30% | 11.33% |
| WACC Nominal después de impuestos | 8.74% | 8.61% | 7.93% |
| Tasa Inflación EE. UU. | 2.35% | 2.35% | 2.35% |
| WACC Real Antes de impuestos | 9.90% | 9.72% | 8.78% |
| VALOR PROPUESTO MEDIO | | 9.72% | |

Tabla 8. Costo del capital nominal y real

Comentarios Elektra Noreste S.A.

Conclusión

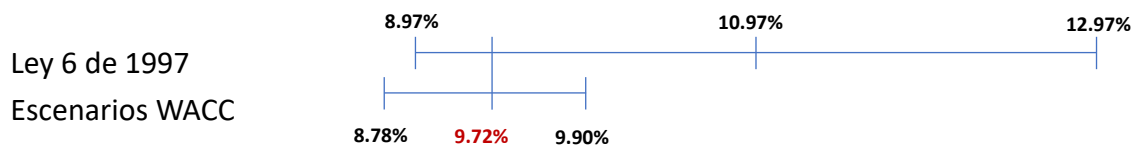
Es muy importante que, para establecer la tasa de rentabilidad dentro del marco establecido en la legislación, se utilicen las referencias más actualizadas. Tal como se señala en el presente estudio minucioso de la propuesta de la ASEP, las bandas bases no utilizan los valores más actualizados y ello es fundamental para alinear este informe con lo aprobado.

Además, por coherencia al utilizar los bonos UST a 30 años (dic.2021 – nov.2022), y buscando consistencia en cuanto al análisis por escenarios y se abandone el uso de duraciones de 20, 10 y/o 5 años como referentes para el sector energía, lo cual es inapropiado. Y se debe considerar para estar alineados, que variables como la Tasa riesgo país se utilicen las referencias más actualizadas.

Además, justo por la necesidad de poder calcular la rentabilidad que ofrecería el mercado a las empresas de distribución eléctrica en Panamá con el Spread default crediticio, es muy importante que se utilice la calificación de Entorno Operativo del Sistema Bancario Panameño, el cual debe utilizar un nivel de calificación BB+ y que ello representa la realidad en cuanto al acceso a créditos a través del sistema bancario nacional para las empresas distribuidoras.

En cuanto a la estructura de capital nos parece proactivo el análisis presentado por la ASEP, pero debemos señalar que el uso de un Benchmarking en este nivel sería más robusto si se incluyen una mayor cantidad de empresas. No obstante lo anterior, anotamos que para vemos justificado utilizar en todos los escenarios el 50% tal y como aplicó para ETESA.

Finalmente, al comparar el rango de tasa de rentabilidad con base en el artículo 101 de la Ley 6 de 1997 ya ajustado previamente y el rango de tasa de rentabilidad con base en los tres escenarios de Costo Promedio de Capital ajustados en los párrafos precedentes, obtenemos:



Se identifica rápidamente que el “escenario medio” de WACC se encuentra ubicado dentro del rango establecido por la Ley, motivo por cual solicitamos que la tasa de rentabilidad **9.72%** sea el punto de partida para, a partir de la evaluación por parte del regulador de la calidad del servicio y ejecución de inversiones mencionadas en la Ley, el ente regulador proceda a determinar el valor final a reconocer a cada una de las empresas distribuidoras según su desempeño en estas variables.

REPÚBLICA DE PANAMÁ

CARNÉ DE RESIDENTE PERMANENTE

**Santiago
Diaz Gutierrez**

NOMBRE USUAL:
FECHA DE NACIMIENTO: 07-AGO-1975
LUGAR DE NACIMIENTO: COLOMBIA
NACIONALIDAD: COLOMBIANA
SEXO: M
EXPEDIDA: 21-ENE-2022

TIPO DE SANGRE: B+
EXPIRA: 21-ENE-2032

PANAMA

E



E-8-193133



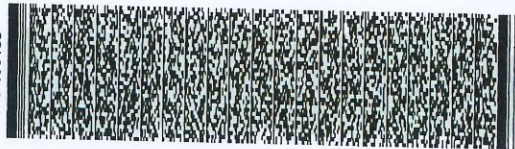
Santiago Diaz G

**TE TRIBUNAL
ELECTORAL**
LA PATRIA LA HACEMOS TODOS

Alfonso
DIRECTOR NACIONAL DE CEDULACIÓN



E-8-193133



59DEZR0005