

Comentários sobre o cálculo de PO para a Gas Natural São Paulo Sul

Darío Calderón

AUDIÊNCIA PÚBLICA
REVISÃO TARIFARIA TERCEIRO CICLO
SOROCABA, SP, 13 DE MAIO DE 2010



QUANTUM

Especialistas em Regulação de Serviços Públicos

Agenda

- ▣ **Taxa livre de risco**
- ▣ **Beta**
- ▣ **Risco Tamanho**
- ▣ **Aplicação do risco cambial**
- ▣ **Impacto no P0**
- ▣ **Considerações finais**



QUANTUM

Especialistas em Regulação de Serviços Públicos

Taxa livre de risco (I)

Enfoque Financeiro

- WACC é uma metodologia “Forward Looking”
- Taxa de referência do tesouro dos EUA: a melhor estimacão da taxa livre de risco para o futuro é a taxa presente
- Prazo da taxa de referência de 30 anos: equivalente a duracão do negócio (ajustado as vidas úteis dos ativos)
- **Taxa resultante para Janeiro de 2010: aproximadamente 4,5%**

Enfoque Regulatório

- Diferentemente do enfoque financeiro, o enfoque regulatório considera que uma referênciac instantânea é volátil, quando o correto seria usar a média de um prazo equivalente a um ou dois períodos tarifários.
- Também utiliza a Taxa de referênciac do tesouro dos EUA.
- Alguns autores buscam avaliar a evoluçãoc da taxa e identificar que o período da média contenha ao menos um pico e um vale.
- Foi corretamente utilizado pela ARSESP no cálculo da Taxa WACC da COMGAS: resultando na taxa de **4,33%**.
- Utilizando este critério na taxa da GNSPS o resultado seria **4,13%**.



QUANTUM

Especialistas em Regulaçãoc de Serviços Públicos

Taxa livre de risco (II)

O que fez a ARSESP para o WACC da GNSPS?

- Aceita que a taxa livre de risco seja calculada da seguinte forma: títulos do tesouro americano de 10 anos como ativo livre de risco e a média de um período de 5 anos ou 10 anos como adequada.
- Indica que aceitará a metodologia regulatória.
- Aceita que o período utilizado para a média seja de **5 ou 10 anos**.
- No entanto, para o cálculo da média, a ARSESP toma um período de **13 meses**, nos quais a taxa do tesouro ficou em níveis muito baixos, e que dificilmente podem ser considerados como uma referência para o futuro.
- Conseqüência: penalização da distribuidora com uma taxa livre de risco de **3,24%**.
- O cálculo realizado pela ARSESP além de **não possuir embasamento teórico, não é equitativo entre as distribuidoras**.

O que seria correto fazer?

- Utilizar, no cálculo da taxa livre de risco da GNSPS, o mesmo critério de cálculo utilizado corretamente pela ARSESP na revisão da COMGAS.
- O valor da taxa seria incrementado em **+0,89 pontos básicos percentuais**.



QUANTUM

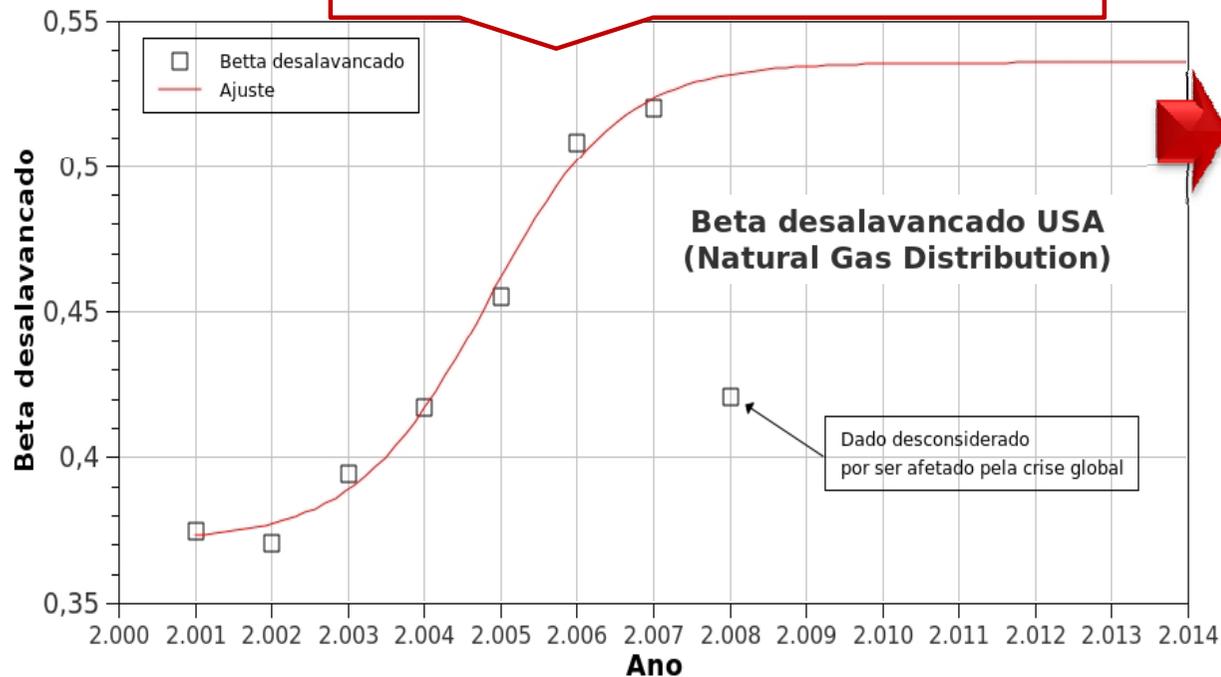
Especialistas em Regulação de Serviços Públicos

Beta

Que esta acontecendo com o Beta da distribuição de Gás?

- Historicamente, as betas das empresas de serviços públicos de redes eram baixas,
- Porém, este tipo de serviço tem se tornado um elemento importante do beta para

Evolução do parâmetro beta (5 anos) a partir de dados extraídos da base de dados de Damodaram



| | |
|-----------------------------|------|
| Beta desalavancado USA | 0,54 |
| D/(D+E) São Paulo | 0,45 |
| D/E São Paulo | 0,82 |
| T | 0,34 |
| Beta realavancado São Paulo | 0,83 |

0,12 superior ao proposto pela ARSESP



QUANTUM

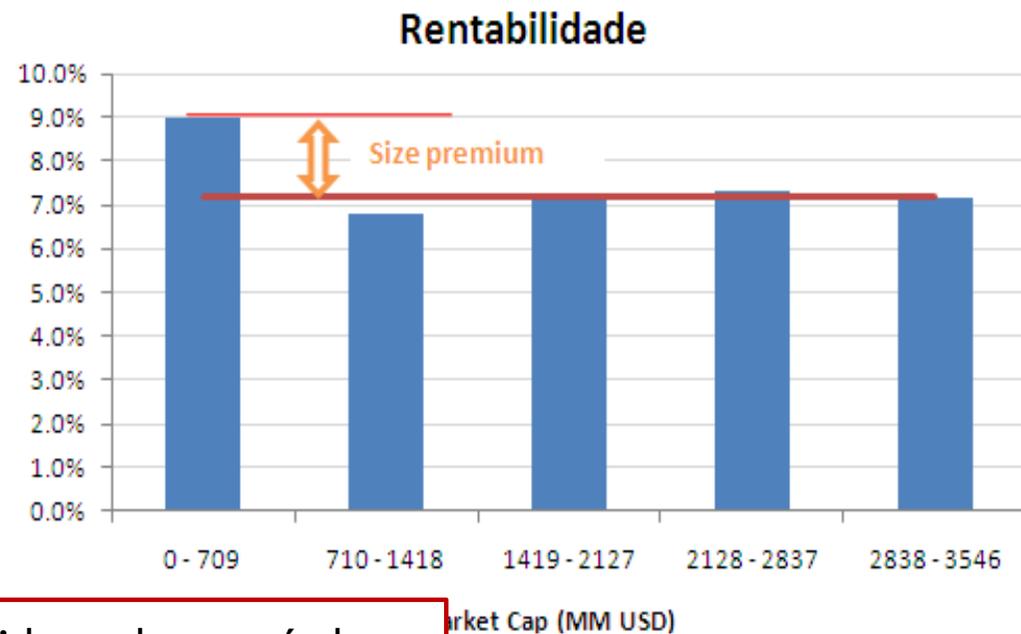
Especialistas em Regulação de Serviços Públicos

Risco Tamanho

Risco Tamanho

- Como a ARSESP, a Quantum considera correta a utilização de um prêmio por risco tamanho da empresa.
- Porém, metodologicamente, a Quantum entende ser mais adequado avaliar o risco tamanho pela análise da rentabilidade das empresas distribuidoras de gás natural dos EUA, desagregadas em um conjunto de capitalização ordenados em cinco partes iguais.
- **Dessa forma, o prêmio por risco tamanho deveria mudar de 1,36% para 1,78%.**

| Market Cap [MUSD] | Rentabilidade [%] |
|------------------------|-------------------|
| 0 – 709 | 8,94% |
| 710 – 1418 | 6,77% |
| 1419 – 2127 | 7,26% |
| 2128 – 2837 | 7,30% |
| 2838 – 3546 | 7,15% |
| Média Ponderada | 7,16% |
| Prêmio Tamanho | 1,78% |



A fonte dos dados é Damodaram, considerando o período de 2005 até 2007. Esta eleição temporária foi adotada para evitar a instabilidade de mercado sofrida no ano 2008



Aplicação do Risco Cambial

Risco Cambial

- A ARSESP não considera o risco cambial e justifica da seguinte maneira: “Como foi estabelecido na Nota Técnica RTC/01/2009 de fevereiro de 2009 a metodologia apresentada para determinação do custo médio ponderado de capital no cálculo das tarifas, considera que **riscos não-sistemáticos** (que podem ser diversificados através de instrumentos disponíveis no mercado), não devem ser incluídos no cálculo do WACC.”
- Os instrumentos financeiros existem, **mas tem um custo** que deve ser incorporado no plano de negócios.



QUANTUM

Especialistas em Regulação de Serviços Públicos

Impacto no P0

| Parâmetro | Proposta ARSESP | GN SPS – Quantum | Diferença |
|---------------------|--------------------|---|--|
| Taxa livre de risco | 3,24% | 4,13% | +0,89% |
| Beta | 0,71 | 0,83 | +0,12 |
| Prêmio Tamanho | 1,36% | 1,78% | +0,42% |
| Risco Cambial | Não Considera | Devem-se considerar os custos dos contratos de compra de dólares futuros nas despesas | Acrescenta o P0 via as despesas de compensação |
| P0 | 0,2408 | 0,2631 | + 0,0223 |
| Resultante | R\$/m ³ | R\$/m ³ | R\$/m ³ |



QUANTUM

Especialistas em Regulação de Serviços Públicos