



## **AUDIÊNCIA PÚBLICA**

**CSPE Nº 003/2003**

### **CONSIDERAÇÕES DA CSPE SOBRE AS CONTRIBUIÇÕES E EXPOSIÇÕES**

outubro 2003

## ÍNDICE

APRESENTAÇÃO .....	1
1 ABRACE.....	2
1.1 PLANO DE NEGÓCIOS.....	2
1.2 CUSTO E ESTRUTURA DE CAPITAL.....	3
1.3 FATOR X .....	3
1.4 FATOR K .....	3
1.5 EQUAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA .....	4
1.6 ESTRUTURA TARIFÁRIA .....	4
1.7 REPRESENTAÇÃO.....	4
1.8 CUSTO DE CAPITAL.....	5
1.8.1 Sobre o fator beta.....	5
1.8.2 Sobre o uso do EMBI+Brasil.....	5
1.8.3 Sobre o risco cambial .....	6
1.8.4 Sobre a determinação do intervalo de endividamento razoável.....	6
2 ASSOCIAÇÃO DESPORTIVA DA COMGÁS .....	7
3 ASSOCIAÇÃO DOS EMPREGADOS SINDICALIZADOS APOSENTADOS DA COMGÁS....	8
4 COGEN .....	9
5 COMGAS .....	10
5.1 CUSTOS OPERACIONAIS.....	10
5.2 CUSTO DE CAPITAL.....	11
5.2.1 Considerações Jurídicas.....	11
5.2.2 Considerações Econômicas .....	14
5.3 ESTRUTURA DE CAPITAL .....	16
5.3.1 Considerações FGV (Anexo).....	16
5.3.2 Considerações do prof. Antonio Sanvicente .....	16
5.3.3 Nota Técnica número 2.....	16
5.3.4 Anexo III da Nota Técnica número 1.....	17
5.3.5 Revisão dos cálculos corrigindo as estimativas de beta e estrutura de capital .....	17
5.4 O FATOR X.....	18
5.5 BASE DE REMUNERAÇÃO REGULATÓRIA.....	19
5.5.1 A equação do Fluxo de Caixa Descontado.....	19
5.5.2 Determinação do parâmetro $P_0$ .....	20
5.6 ESTRUTURA TARIFÁRIA .....	20
5.7 FATOR K .....	21
5.8 ESTRUTURA BÁSICA DE SOLICITAÇÃO DE INFORMAÇÕES DO PLANO DE NEGÓCIOS .....	23
5.8.1 Descrição do Enfoque Metodológico .....	23
5.8.2 Tratamento Regulatório da Qualidade do Serviço .....	23
5.8.3 Anexo II: Estrutura Básica de Solicitação de Informações do Plano de Negócios Item I.....	24
5.8.4 Evolução prevista do mercado.....	25

5.9	CONTRIBUIÇÕES DO PROF. ANTONIO SANVICENTE .....	26
5.9.1	Comentários referentes à Nota Técnica N° 2.....	26
5.9.2	Comentários sobre o Anexo III da Nota Técnica número 1.....	32
5.9.3	Revisão dos cálculos corrigindo as estimativas de beta e estrutura de capital .....	34
5.10	COMENTÁRIOS SOBRE AS CONTRIBUIÇÕES DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (EAESP-FGV).....	36
5.10.1	Comentários a respeito da Nota Técnica número 2.....	36
6	DELTA.....	39
6.1	FATOR X.....	39
6.2	TERMO DE AJUSTE K.....	39
7	FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS .....	41
7.1	FATOR X.....	41
8	GAS NATURAL SÃO PAULO SUL S.A. ....	43
9	GÁS BRASILEIRO DISTRIBUIDORA S.A. E GÁS NATURAL SÃO PAULO SUL S.A.....	59
9.1	CARACTERÍSTICAS E DIFICULDADES ESPECÍFICAS ENFRENTADAS PELAS CONCESSIONÁRIAS NAS ÁREAS SUL E NOROESTE.....	59
9.2	PROPOSTAS DE ADEQUAÇÃO DA METODOLOGIA.....	61
9.2.1	Adotar a atual Margem de Distribuição como piso para a Margem Máxima .....	61
9.2.2	Estabelecer uma estrutura tarifária a mais próxima da atual .....	62
9.2.3	Base de Remuneração Regulatória .....	62
9.2.4	WACC.....	63
9.2.5	Fatores “X” e “K”.....	63
9.2.6	Reconhecer gastos diferidos .....	64
9.3	CONCLUSÃO E PEDIDO .....	65
9.3.1	Dada a indisponibilidade.....	65
9.3.2	Independentemente da.....	66
9.3.3	Sobre o Risco país (Rp).....	66
9.3.4	Sobre a Taxa livre de risco (rf).....	66
9.3.5	Sobre o Beta ( $\beta$ ).....	66
9.3.6	Sobre o Custo de Capital de terceiros (kd).....	67
9.3.7	Sobre a estrutura de capital (D/(D+E)).....	67
10	SINDIGASISTA .....	68

## **APRESENTAÇÃO**

No marco do processo estabelecido pela Portaria CSPE N° 246 de 1º. de agosto de 2003 para a definição da metodologia a ser utilizada no processo de Revisão Tarifária das Concessionárias de gás canalizado são apresentadas a seguir as respostas da CSPE às contribuições recebidas durante as etapas 1 e 2 desse processo (Consulta Pública e Audiência Pública N° 003).

As respostas estão organizadas em um único documento. Cada capítulo identifica um participante do processo e suas contribuições. A ordem dos capítulos se encontra em ordem alfabética segundo o nome do apresentador das contribuições.

## 1 ABRACE

### 1.1 PLANO DE NEGÓCIOS

*Entendemos como adequado o critério de não haver uma remuneração garantida para a concessionária, que assim dependerá da qualidade de sua gestão dos custos gerenciáveis para a remuneração do capital investido.*

*No entanto, é preciso estabelecer mecanismos de fiscalização que previnam a perspectiva dos consumidores serem onerados indevidamente por custos contabilizados de forma excessiva.*

*A utilização de “benchmarks”, que poderia representar uma alternativa viável para esse fim, apresenta algumas limitações expressivas para aplicação no Estado de São Paulo, pois o mesmo já serve de referência para os demais estados. Além disso, nosso mercado ainda não é maduro e será difícil identificar adequadamente os padrões de comparação.*

*Assim, sugerimos que, complementarmente, a CSPE contrate auditoria independente para análise dos valores apresentados pelas concessionárias. Tal procedimento confere maior transparência ao processo:*

- Tornando público, por exemplo, os custos operacionais (OPEX) adotados;
- Ratificando os valores considerados nos conjuntos que compõem a base de ativos das concessionárias;
- Permitindo inclusive contar com maior participação do consumidor na identificação de parâmetros de eficiência.

#### Comentário CSPE:

O processo da revisão tarifária está sendo desenvolvido com a máxima transparência e a maior participação possível dos agentes envolvidos e da população em geral. A Portaria CSPE N° 246/2003 define de forma precisa as instâncias a serem cumpridas no marco desse processo. Da análise desse documento resulta claro que a possibilidade de participação dos consumidores é muito ampla.

É importante salientar que todos os resultados obtidos pela CSPE na implementação da revisão tarifária de cada Concessionária serão publicados na página institucional da CSPE na Internet (“site”), junto com os elementos considerados para a definição dos principais parâmetros a serem determinados no processo (custos operacionais, custos de investimentos, base de remuneração, margem máxima de distribuição, estrutura e valores tarifários, fator de eficiência (X) etc.).

No referente aos aspectos metodológicos para a avaliação dos custos gerenciáveis das Concessionárias, na Nota Técnica N° 1/2003 são analisadas as limitações para a utilização que impõe a condição atual das concessões de distribuição de gás canalizado do Estado de São Paulo. Porém, essas limitações não impedem o uso dessa ferramenta, devidamente adaptada às condições, como um mecanismo complementar das auditorias, que visa precisamente impedir que os consumidores sejam onerados indevidamente por custos contabilizados de forma excessiva.

## **1.2 CUSTO E ESTRUTURA DE CAPITAL**

*Em relação ao custo e estrutura de capital a metodologia segue padrão equivalente ao adotado pela ANEEL, referenciado ao mercado dos EUA corrigido para as condições do Brasil, no que se refere aos prêmios de risco do país, cambial e regulatório. Neste contexto, aduzimos o seguinte:*

- Para o fator “beta” a amostra é pequena e o critério de seleção das empresas é discutível, e dever-se-ia adotar uma média ponderada para sua auferição;
- Apesar do EMBI+Brasil ser o indicador risco soberano de maior aceitação do mercado, sua utilização se torna inconsistente com o critério de “duration” utilizado pelo regulador, para determinar os parâmetros do CAPM;
- Espera-se um elevado prêmio de risco cambial, em virtude da desvalorização ocorrida entre o segundo semestre de 2002 e o primeiro semestre de 2003;
- A determinação do intervalo de endividamento razoável deve levar em consideração as estruturas fiscais do Brasil e dos países usados como referência.

Comentário CSPE:

Estas questões encontram-se comentadas no item 1.8 a seguir.

## **1.3 FATOR X**

*Em relação a esse fator o fundamental é criar as condições para seu acompanhamento público e, adicionalmente, sugerimos a criação de indicadores que permitam monitorar não apenas a identificação das parcelas que compõem a margem, mas, também, o desenvolvimento do programa de expansão da infra-estrutura e as possíveis alterações decorrentes da atualização dos planos de negócios e/ou outras ocorrências.*

Comentário CSPE:

No item 3.5 da Nota Técnica Nº 1 é analisado, de forma específica, o assunto do monitoramento da efetiva execução dos investimentos previstos no Plano de Negócios da Concessionária, aprovado pela CSPE na revisão tarifária, assim como as medidas corretivas a serem adotadas no caso de descumprimento desse plano. A metodologia da revisão inclui uma ferramenta essencial para a manutenção e eventual restabelecimento da condição de equilíbrio econômico-financeiro da concessão definida na revisão. Trata-se do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que permite simular a gestão econômica da Concessionária durante o segundo ciclo tarifário (ver item 3.6 da Nota Técnica).

## **1.4 FATOR K**

*Neste caso, além da CSPE promover as condições para seu acompanhamento público, há necessidade de que esse fator seja suficientemente flexível para tratar da atualização adequada do plano de negócios e da influência de situações como a recém descoberta das reservas de Santos.*

Comentário CSPE:

Os Contratos de Concessão contêm cláusulas específicas referentes às datas de aplicação e procedimentos de cálculo dos valores do Termo de Ajuste K. A CSPE

cumprirá de forma estrita essas disposições e promoverá as condições que permitam o acompanhamento público das determinações desse termo.

## **1.5 EQUAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA**

*Além da necessidade fundamental de referenciar todos os fluxos de caixa à mesma data-base para evitar distorções e contratempos como ocorrido recentemente na Revisão Tarifária da Cemig, é preciso explicitar antecipada e claramente os indicadores macro-econômicos e a que parcelas se destinam de modo a permitir a correta avaliação do impacto de suas eventuais variações.*

Comentário CSPE:

A CSPE publicará as hipóteses assumidas, procedimentos de determinação utilizados e valores obtidos para cada um dos parâmetros do Fluxo de Caixa Descontado, realizado segundo a metodologia exposta no item 3.6 da Nota Técnica.

## **1.6 ESTRUTURA TARIFÁRIA**

*É desejável que, na margem de distribuição o encargo volumétrico seja explicitado separadamente em preço do gás no “city gate” e encargo definido no processo.*

*Por outro lado, sugerimos a inclusão de horários de consumo diferenciados, tais como, horário da madrugada e fim de semana, e a avaliação da conveniência de separar condições relacionadas à sazonalidade (inverno e verão).*

*Permitimo-nos sugerir que a separação de Grupos, a exemplo do que ocorre no setor elétrico, considere no Grupo “A” os grandes consumidores, com capacidade contratada, e no Grupo “B” os outros consumidores, sem capacidade contratada.*

Comentário CSPE:

A CSPE concorda com a conveniência de apresentar, de forma separada, os encargos referentes à aquisição e transporte de gás e aqueles relativos ao serviço de distribuição de gás canalizado. É um importante sinal, no sentido da transparência na definição das tarifas. Será analisada a viabilidade da inclusão de horários de consumo diferenciados, assim como a conveniência de separar condições relacionadas à sazonalidade. Como já expresso no Anexo IV da Nota Técnica, o princípio norteador dessa análise será a avaliação da existência de diferenças significativas nos custos de prestação do serviço que justifiquem a consideração de novas opções tarifárias.

## **1.7 REPRESENTAÇÃO**

*Considerando que as empresas associadas à ABRACE, representam mais de 40% do consumo nacional de gás natural comercializado, julgamos procedente arguir uma representação sistematizada dos grandes consumidores através da ABRACE nesse e em outros processos de interesse do consumidor.*

Comentário CSPE:

A CSPE está interessada em contar com a maior participação possível da ABRACE, no processo de revisão tarifária. Os procedimentos definidos e publicados pela CSPE garantem muitas instâncias e modalidades para tornar efetiva essa participação. A CSPE considerará propostas da ABRACE para uma representação sistematizada dos grandes consumidores no processo de revisão e em outros processos de interesse do consumidor.

## **1.8 CUSTO DE CAPITAL**

### **1.8.1 Sobre o fator beta**

*Menciona-se que a amostra é pequena e o critério de seleção das empresas é discutível, e dever-se-ia adotar uma média ponderada para sua auferição.*

Comentário CSPE:

Com o objetivo de obter uma amostra o maior possível, mas sem perder comparabilidade, a CSPE decidiu utilizar informação do mercado dos EUA para a estimação do beta. Na determinação do beta são utilizados os relatórios gerados pelo Ibbotson Associates. Trata-se de uma empresa de serviços de informação financeira, que estima os “betas” de empresas a partir das mudanças no preço das ações, durante os últimos 5 anos para o código CIIU 4924 (setor distribuição de gás natural). Foi utilizado o relatório mais recente disponível, atualizado à data de junho de 2003.

Ao utilizar o CIIU 4924 evita-se perder comparabilidade, mesclando empresas integradas ou pertencentes a diferentes setores. O Ibbotson Associates realiza uma cuidadosa seleção das empresas a serem consideradas para a determinação. Neste caso, para o CIIU 4924, são analisadas onze companhias cujo “core bussines” é a distribuição de gás canalizado. Essas empresas apresentam uma capitalização dentre 50 e 3 000 US\$ milhões. As empresas analisadas são: Agl Resources Inc.; Atmos Energy Corp.; Cascade Natural Gas Corp.; Energy West Inc.; Laclede Group Inc.; New Jersey Resources; Nicor Inc.; Northwest Natural Gas Co.; Piedmont Natural Gas Co.; South Jersey Industries Inc.; Southern Union Co.

O beta utilizado é o resultante para a média das empresas analisadas, deste modo se evita considerar o beta de uma empresa comparável ou mesmo o da Comgás, através da análise de um grupo, sem perder comparabilidade. A CSPE entende que a amostra utilizada otimiza este compromisso.

### **1.8.2 Sobre o uso do EMBI+Brasil**

*Menciona que apesar de ser o indicador risco soberano de maior aceitação do mercado, sua utilização se torna inconsistente com o critério de “duration” utilizado pelo regulador, para determinar os parâmetros do CAPM.*

COMENTÁRIO CSPE:

A CSPE não efetuou um recálculo do risco país. Utilizou o valor considerado no custo de capital aprovado pela ANEEL, no marco das revisões tarifárias da distribuição elétrica, já que por ser este um parâmetro independente do setor de atividade sob

análise, e de recente aprovação, considerou-se desnecessário fazer um novo cálculo deste parâmetro.

Efetivamente o EMBI+Brasil apresenta uma *duration* levemente inferior ao valor que propõe a CSPE e a ANEEL, como típico de uma empresa regulada de distribuição. A CSPE compartilha o entendimento e o critério da ANEEL, de procurar um estimador mais transparente e de maior liquidez implícita, para a estimativa do risco soberano, ainda que às custas de perder certa consistência financeira.

### **1.8.3 Sobre o risco cambial**

*Afirma-se que é esperado um elevado prêmio de risco cambial, em virtude da desvalorização ocorrida entre o segundo semestre de 2002 e o primeiro semestre de 2003.*

COMENTÁRIO CSPE:

A metodologia proposta pela CSPE define a utilização de uma janela temporária de três anos, com o propósito de evitar transferir aos usuários volatilidades conjunturais, como as observadas no período mencionado pela ABRACE.

De fato, se for observado o valor obtido na estimação realizada para o custo de capital da Comgás (1,84%), se conclui que o valor não é muito elevado e que resulta muito similar ao utilizado pela ANEEL no marco das revisões tarifárias da distribuição elétrica, considerando outro período.

### **1.8.4 Sobre a determinação do intervalo de endividamento razoável**

*Menciona-se que devem ser levadas em consideração as estruturas fiscais do Brasil e dos países usados como referência.*

Comentário CSPE:

A CSPE considerou empresas brasileiras na análise de benchmark, realizada para a fixação do intervalo de endividamento razoável. É de esperar que quando se realiza um benchmark e se adicionam empresas comparáveis, regionais e internacionais, perde-se algo de comparabilidade, mas a CSPE entende que, ainda reconhecendo esse efeito, o método empregado e a amostra observada otimizam a determinação, assegurando total consistência do ponto de vista regulatório.

## 2 ASSOCIAÇÃO DESPORTIVA DA COMGÁS

*ARTUR NETO: Boa tarde a todos. Na privatização em 1999 os trabalhadores tiveram a preocupação de colocar no PED algumas garantias dos trabalhadores que foram conquistadas nesse tempo todo de luta dos trabalhadores. No edital de vendas foram colocadas algumas exigências do poder concedente ao grupo controlador. No capítulo 4 dos direitos e obrigações adquiridos nas ações da Comgás, no item 4.3 a 12ª cláusula diz o seguinte "Cumprimos acordos coletivos de trabalho e os dez aditivos para a Comgás no sindicato representativo de empregados, em especial de itens referentes ao programa de poder incentivado. No capítulo quinto, no item 5.1 há uma alteração estatutária: "Com vistas para adaptar a Comgás à sua nova condição de empresa privada e a cumprir os estabelecidos no edital, o novo controlador deverá tomar providências necessárias à reforma do estatuto social da Comgás no prazo de trinta dias contados da data da celebração do contrato de compra e venda das ações, de modo que o estatuto social da Comgás passa a contar as exposições previstas no 4.3." Portanto, tal mudança independe da vontade da empresa vencedora do leilão de concessão. É uma exigência do poder concedente para distribuição de gás na região leste de São Paulo. A metodologia tarifária portanto, não poderá deixar de contemplar o custo inerente às exigências impostas pelo Estado em sua planilha de custo sob pena de estar incentivando a empresa a não cumprir as suas obrigações legais. Nessa revisão tarifária, como disse o presidente do gás, vai ser usada uma empresa de referência como tudo indica? Obrigado (aplausos)*

### Comentário CSPE:

A CSPE adotará, como critério básico, o reconhecimento, nos valores das tarifas dos serviços regulados, dos custos da Concessionária decorrentes do cumprimento das exigências impostas pelos acordos coletivos de trabalho. A CSPE aplicará esse critério com parcimônia. Somente não serão considerados aqueles itens para os quais resulte evidente que não são razoáveis, para os usuários do serviço, pagar os custos associados.

### **3 ASSOCIAÇÃO DOS EMPREGADOS SINDICALIZADOS APOSENTADOS DA COMGÁS**

*Situação dos ex-empregados da COMGÁS que tiveram o seu retiro incentivado no marco do programa de gestão da empresa com o direito a assistência a saúde garantido (encerra na atualidade 766 aposentados, 600 cônjuges, 142 viúvas, 650 menores e 20 portadores de necessidades especiais)*

Comentário CSPE:

A CSPE entende que os custos associados a essa situação, limitados ao atual conjunto de pessoas, têm natureza tarifária e, portanto, serão considerados na determinação das tarifas da Comgás. A CSPE considera que esses custos são uma herança do passado não gerenciável que enfrenta a Concessionária. Devem então ser repassados às tarifas do serviço de distribuição de gás canalizado, no montante exato de despesas que deve pagar a empresa por esse motivo. Não será admitida a inclusão de mais pessoas nessa situação, já que os acordos coletivos vigentes garantem o direito a programas de assistência à saúde aos empregados da Concessionária. O montante dessas despesas deverá então ser reduzido, em termos reais, no tempo.

A Concessionária deverá disponibilizar à CSPE a informação detalhada dessas despesas. A CSPE reserva-se o direito de realizar as auditorias que considere necessárias para verificar a veracidade das informações fornecidas pela Comgás.

## 4 COGEN

*-Temos e teremos muito gás natural em São Paulo.*

*-Temos demanda reprimida e muito mercado potencial a conquistar.*

*-Temos e teremos necessidade de realizar importantes investimentos e acelerar a expansão dos sistemas de distribuição e de transporte de GNC.*

*-Política Tarifária: É oportuno que seja muito competitiva para motivar investidores, atrair clientes e conquistar o mercado potencial.*

*-Revisão Tarifária: É recomendável que assegure aos investidores (que acreditaram no mercado e compraram os direitos de concessão) condições para realizarem os investimentos necessários na expansão da rede para ofertar gás e beneficiar o maior número de clientes no menor prazo.*

*-Estado de São Paulo: É oportuno estabelecer parcerias estratégicas com os Distribuidores para conquistar o mercado potencial no menor prazo para obter os royalties de exploração das reservas recém descobertas.*

### Comentário CSPE:

Refere-se à questão da Política Tarifária... “aplicada ao fornecimento de gás canalizado, seja competitiva para motivar investidores, atrair clientes e conquistar o mercado potencial”.

De forma consistente com esse objetivo, a metodologia proposta pela CSPE para a revisão tarifária é baseada na avaliação dos Planos de Negócios propostos pelas Concessionárias. Esse enfoque visa permitir a efetiva execução dos investimentos requeridos para a expansão do serviço, com a maior celeridade, compatível com a viabilidade técnica e econômica dos projetos.

É muito importante salientar que a CSPE tem a responsabilidade de regular as tarifas máximas do serviço de distribuição de gás canalizado. Essas tarifas são parte dos componentes do preço final do serviço, o que inclui também os itens de aquisição e transporte de gás, assim como os tributos. Estes outros itens, que podem chegar a 80% do preço total pago pelos usuários do serviço, não fazem parte da parcela de margem de distribuição das Concessionárias.

## **5 COMGAS**

### **5.1 CUSTOS OPERACIONAIS**

*A proposta metodológica da CSPE parece muito semelhante àquela adotada no âmbito das revisões tarifárias do setor elétrico, que privilegiaram a comparação a uma empresa de referência, com as imperfeições e inconsistências observadas naquele contexto. Resumidamente, o regulador propõe uma avaliação dos custos operacionais da Comgás com base na definição de processos e atividades cuja caracterização e mensuração não obedecem ao Plano de Contas do setor de distribuição de gás natural, elaborado e publicado pela própria CSPE, induzindo ao entendimento de que haverá também a comparação com a empresa de referência neste caso.*

Comentário CSPE:

Segundo o disposto na Lei Complementar Nº 833, de 17 de outubro de 1997, a CSPE tem por finalidade regular, controlar e fiscalizar:

- i - A qualidade do fornecimento dos serviços públicos de energia; e
- ii - Os preços, tarifas e demais condições de atendimento aos usuários de tais serviços.

Na realização dessas finalidades, a CSPE rege-se-á pelas seguintes diretrizes:

- i - Coibir a ocorrência de discriminação no uso e acesso à energia;
- ii - Proteger o consumidor no que respeita a preços, continuidade e qualidade do fornecimento de energia;

Adicionalmente, na Cláusula Décima Terceira de cada Contrato de Concessão de distribuição de gás canalizado (tarifas aplicáveis, a partir do segundo ciclo, na prestação dos serviços) é estabelecido:

“As tarifas tetos a serem aplicadas na prestação dos serviços públicos de distribuição de gás canalizado serão reguladas através de uma metodologia de margem máxima de distribuição, doravante denominada Margem Máxima (MM), que dará à CONCESSIONÁRIA oportunidade de obter uma rentabilidade apropriada sobre o seu investimento.

A metodologia visa permitir à Concessionária a obtenção de receitas suficientes para cobrir os custos adequados de operação, manutenção, impostos, exceto os impostos sobre a renda, encargos e depreciação, relacionados com a prestação dos serviços de distribuição de gás canalizado, bem como uma rentabilidade razoável” (Primeira Subcláusula).

A CSPE deve avaliar então quais são os valores dos custos de operação e manutenção a serem considerados na determinação das tarifas reguladas da Concessionária que permitem, ao mesmo tempo, proteger o consumidor e permitir à Concessionária a obtenção de receitas suficientes para cobrir os custos adequados.

A forma de apresentação das informações a serem fornecidas pela Concessionária, definida na Nota Técnica Nº 1, tem por finalidade permitir à CSPE realizar uma análise apropriada da razoabilidade dos valores informados, de modo que as tarifas resultantes reflitam os dois princípios acima mencionados. Não existe nenhuma vinculação entre essa forma de apresentação e a metodologia da “empresa de referência”, a qual não é parte da revisão tarifária.

Por outro lado, a CSPE tem o direito de solicitar à Concessionária as informações que considere necessárias para o cumprimento de suas funções, no marco estabelecido nas normas vigentes, e, de forma específica, no Contrato de Concessão.

## 5.2 CUSTO DE CAPITAL

### 5.2.1 Considerações Jurídicas

A Comgás contratou o eminente jurista e professor Arnoldo Wald para a elaboração do parecer anexo (*“Do Processo de Revisão Tarifária. Princípios e Premissas. Aplicação à Concessão Outorgada à Comgás”*). Abaixo as principais questões e conclusões desse parecer são brevemente sintetizadas.

#### a) Da Consulta

Transcrevemos abaixo a consulta efetuada por esta Concessionária:

*“Cabe indagar se existe sustentação jurídica para determinar a obrigatoriedade, para o Poder Concedente, por ocasião dos vários ciclos de revisão tarifária a serem implementados ao longo do prazo da concessão, de adotar critérios que preservem o valor do negócio, de tal sorte que ainda que se proceda aos cálculos na forma prevista no Contrato de Concessão, a preservação do valor do negócio valeria como uma espécie de ‘piso’ mínimo, abaixo do qual não se poderia descer sob pena de injusto confisco em prejuízo do concessionário (o Fator X, entretanto, seria sempre e plenamente aplicável).”*

#### b) Do Caráter Especial dos Contratos de Concessão

*Inicialmente, o professor Arnoldo Wald fixa o ‘caráter especial dos Contratos de Concessão’ que em a função das cláusulas essenciais do Contrato de Concessão, previstas na Lei Federal de Concessões (no. 8987/95), devem ser interpretadas e aplicadas, segundo o princípio da parceria, cooperação ou da colaboração entre o Poder Público e o empresário privado, tudo isso como forma de atender ao interesse público.*

#### c) Do Princípio do Equilíbrio Econômico-Financeiro

*Nesse ponto, o professor fixa as premissas legais para a manutenção do princípio do equilíbrio econômico-financeiro do contrato, bem como das condições originalmente pactuadas. O professor cita o eminente jurista Celso Antônio Bandeira de Mello: “Para tanto, o que importa, obviamente não é a aparência de um respeito ao valor contido na equação econômico-financeira, mas o real acatamento dele. De nada vale homenagear a forma quando se agrava o conteúdo. O que as partes colimam em um ajuste não é a satisfação de fórmulas ou de fantasias, mas um resultado real, uma realidade efetiva que se determina pelo espírito da avença; vale dizer, pelo conteúdo verdadeiro do convencionado.”*

#### d) Do Procedimento de Revisão Tarifária

*Inicialmente, são arrolados os princípios e preceitos que informam o instituto da Revisão Tarifária, quais sejam: o espírito do contrato e o contexto no qual foi firmado; as operações no segmento de operação; os investimentos empreendidos; e o cumprimento das metas estabelecidas.*

*Então, são analisadas de forma apurada as principais cláusulas referentes à Revisão Tarifária, constantes do Contrato de Concessão da Comgás. Em especial, o eminente*

*jurista analisa as disposições da Sexta Subcláusula da Cláusula Décima Terceira, especificamente no que tange ao valor da base de ativos da empresa.*

*Diante disso, o eminente advogado passa a examinar o valor da empresa e do negócio, enfocando o contexto do processo de privatização antecedente à celebração do Contrato de Concessão, na medida em que tais elementos assumem grande relevância na determinação da estrutura tarifária para o novo ciclo, especialmente para estabelecer o valor da base de ativos (BRR) para fins de fixação de tarifa.*

#### **e) Da apuração do Valor Econômico no Processo de Privatização**

*Diante do pressuposto fixado no item anterior, analisou-se o processo de apuração do Valor Econômico da Comgás. A principal conclusão é que para fins de avaliação da empresa concessionária, assumem maior importância os bens imateriais, abrangendo não só o fundo de comércio, mas também o faturamento da empresa, o seu fluxo de caixa e o lucro potencial ou futuro decorrente. Ressalta, portanto, que, em função desta premissa, é que o método de avaliação pelo fluxo de caixa descontado foi adotado pelos Programas Governamentais de Desestatização.*

#### **f) Da Avaliação da Comgás**

*O parecer demonstra o histórico da avaliação da Comgás no procedimento de desestatização, em especial a utilização do método de cálculo do preço mínimo dos ativos para a determinação do valor da empresa. Nesse ponto, é lembrado que o critério utilizado para a execução da avaliação econômico-financeira da Comgás foi o fluxo de caixa descontado, considerando todo o período da concessão e levando em conta ainda ser o seu 'good will'. Ou ainda, nas palavras do professor: "Desta forma, a mensuração do valor da empresa deveria basear-se no resultado da sinergia da organização, o que significa que o funcionamento conjunto dos ativos produz um resultado econômico maior do que a soma dos resultados que produziram os ativos se considerados isoladamente".*

*Ou, de outro modo: "Pode-se afirmar, assim, que o valor do negócio Comgás posto à venda pelo Estado de São Paulo era composto não só pelo valor isolado dos seus ativos, porém representava a companhia em operação (going concern value) no que ela detinha a título de capacidade de gerar rentabilidade, contrapondo-se, portanto, a uma avaliação patrimonial de cunho estático, que se faria para lastrear mera liquidação. Além do mais, a base de remuneração regulatória existente compatibilizava-se com o valor de negócio, e em virtude desta relação econômica, fazia-se viável a privatização e a outorga da concessão".*

#### **g) Da Aplicação do direito ao Caso da Consulta**

*Diante de todas as premissas apresentadas anteriormente, o jurista ressalta que não se pode aceitar que, agora, para os fins de redefinição de nova estrutura tarifária, para o segundo ciclo da concessão, venha a ser tomado, por base, outro critério, que certamente não é compatível com o valor que serviu de piso para a fixação do valor econômico da empresa e do negócio, por ocasião da privatização – ou seja, no momento inicial do Contrato de Concessão. Salienta ainda o professor: "Não há dúvida que as disposições contratuais pertinentes à revisão tarifária da Comgás, devem ser interpretadas de acordo com o seu espírito, dentro de critérios razoáveis e atentos a sua finalidade e aos imperativos constitucionais e legais, preservando-se a equação econômica do Contrato de Concessão. E mais: "acresce que a interpretação e aplicação das cláusulas contratuais não poderão conduzir a uma inconstitucionalidade material, o que ocorreria se fosse violado o princípio do equilíbrio econômico financeiro."*

Além disso, é citada a própria resposta positiva à pergunta no. 98 dos esclarecimentos ao Edital do Certame, na qual esse entendimento é corroborado.

“Na análise do Contrato de Concessão da Comgás, notamos que o valor econômico mínimo da mesma não aparece como um dos fatores a serem incluídos na determinação da Margem Máxima a partir do segundo ciclo, enquanto que o valor dos ativos será um dos elementos considerados na determinação da Margem Máxima. Solicitamos à CSPE confirmar que este entendimento esteja correto. Caso o mesmo esteja correto e assumindo que o valor desses ativos seja menor que o Valor Econômico Mínimo, entendemos que não ocorrerá o segundo ciclo ou nos ciclos posteriores qualquer redução em termos reais da Margem Máxima em função da diferença entre o valor dos ativos da Comgás e o valor econômico mínimo. Solicitamos à CSPE confirmar que este entendimento esteja correto.

Resposta 98

Sim.”

A conclusão, portanto, é que o critério do fluxo de caixa descontado, ajustado pelos valores dos direitos e obrigações não vinculados às suas atividades operacionais, bem como pelos valores que reflitam contingências e outros efeitos, correspondeu à estipulação do valor econômico mínimo (que, valendo para 100% das ações, definiu, proporcionalmente as ações a alienar, o preço mínimo dos respectivos leilões de privatização), e passou a ser parte integrante da equação econômico-financeira original dos Contratos de Concessão. Esse fluxo de caixa descontado representa – juntamente com o saldo líquido entre, de um lado, a base de ativos original, segundo o valor do preço mínimo do leilão, monetariamente corrigida, os investimentos posteriores à privatização e relacionados ao objeto da concessão e, de outro, a depreciação dos ativos – a legítima base remuneratória das concessionárias. Nessa medida, somente a consideração integral desse fluxo de caixa descontado e revisto em face do saldo líquido acima referido representa, legítima e realisticamente a adequada base de remuneração a considerar.

#### **h) Das Conclusões**

Diante do resumo acima, transcrevemos a conclusões do Professor Arnoldo Wald:

(i) é garantia constitucional e legalmente prevista o direito da Concessionária à preservação da equação econômico-financeira inicial do Contrato de Concessão, conforme o art. 37, inciso XXI da Constituição Federal, que assegura a manutenção das condições efetivas da proposta devidamente atualizadas;

(ii) o equilíbrio econômico-financeiro também é garantido pelos dispositivos da Lei de Concessões n.º 8987/95, art. 9º, § 2º e da Lei de Licitações n.º 8666/93;

(iii) trata-se de garantias de ordem pública que não podem ser afastadas pelas cláusulas contratuais;

(iv) na redefinição da tarifa para os novos ciclos da concessão outorgada à Comgás, a CSPE deverá respeitar a equação que assegura o equilíbrio entre os encargos e a retribuição da Concessionária, sem a possibilidade de distorções na conduta do regulador na alteração da fórmula inicial, que enseje expropriação parcial dos direitos da concessionária;

(v) a metodologia de apuração do valor base da empresa, na sua acepção de companhia operante e dotada da capacidade de gerar rentabilidade (going value concern) aplicada quando da celebração do Contrato de Concessão, deve ser no mínimo mantida, na revisão tarifária;

(vi) devem ser sempre utilizados os mesmos critérios de avaliação sob pena de afronta aos princípios do equilíbrio econômico-financeiro do contrato e da vinculação do Estado ao Edital.

Em suma, o Professor finaliza:

*“A Agência Reguladora não poderá se afastar das premissas que são o montante da proposta e o valor econômico do negócio, ora ajustado conforme antes explicitado, para os efeitos da fixação da tarifa para o novo ciclo contratual. Prática diversa, pela CSPE, poderia significar uma forma de expropriação do direito e do patrimônio da Comgás, afrontando expressa garantia constitucional de que a concessionária é titular.*

*Diante de todo o exposto e das conclusões acima sintetizadas, cabe inferir que, no processo de revisão das tarifas da Comgás para o próximo ciclo, deve-se ter em conta os elementos em que se basearam as premissas originais, com realce na proposta e avaliação dos ativos, segundo o fluxo de caixa que seriam capazes de produzir, observados os ajustes decorrentes da correção monetária, do saldo de adições e subtrações de ativos e da depreciação verificada desde o início da execução do contrato.”*

*Estes pressupostos de fato e de direito é que o regulador deve necessariamente considerar no momento em que definir o valor da BRR da Comgás.*

### **5.2.2 Considerações Econômicas**

*As considerações a seguir foram elaboradas pela Tendências Consultoria Integrada.*

*O processo de privatização levou à estimativa de um preço mínimo de leilão, valor este equivalente às projeções de retorno que a empresa poderia proporcionar aos seus compradores, ou seja, um fluxo de caixa descontado.*

*Estando corretas essas estimativas, o comprador obteria uma remuneração adequada de seus investimentos.*

*O leilão de privatização efetivamente sancionou o preço mínimo estimado, dado que a empresa foi vendida com significativo ágio (de 119%) sobre esse valor. Dado esse ágio, pode-se adicionalmente argumentar que a empresa tinha um valor superior ao estimado e que os investidores deveriam ser remunerados pela totalidade dos investimentos, ou seja, pelo preço mínimo mais o ágio. Isto poderia até corresponder à realidade, mas a adoção desse critério implicaria em dois problemas graves: uma inconsistência econômica, tornando o ágio dependente das tarifas e as tarifas do ágio; e a possibilidade de remuneração dupla, de sinergias obtidas pelo controlador da empresa não diretamente relacionadas com a prestação dos serviços da empresa.*

*A não consideração do preço mínimo definido para o leilão de privatização implicaria um descrédito do processo, na medida que a norma utilizada para definir o valor da empresa, estabelecida quando de sua privatização, não estaria mais sendo respeitada após a realização do investimento. É uma falta grave, pois como o capital já foi investido, as empresas estão na situação de “reféns” do processo e, na revisão dos Contratos de Concessão, estaria sendo realizada uma mudança dos critérios regulatórios no sentido de reduzir o compromisso de garantir a remuneração do capital investido pela empresa.*

*Argumentar, como fez a Aneel quando da revisão tarifária do setor elétrico, que a fixação do preço mínimo não tem relação com as regras regulatórias seria desconsiderar que a privatização e a regulação do setor de gás natural foi recente e fez parte de um amplo processo de desestatização e regulação do setor, comandado*

*pelos mesmos agentes (o Legislativo e o Executivo paulistas), permitindo concluir que, tanto a privatização como a regulação, são vinculadas e atenderam aos mesmos objetivos.*

*Desta forma, o uso do preço mínimo definido para a privatização, com a devida atualização pela correção monetária, depreciação e novos investimentos realizados desde então, se mostra como o critério mais coerente como os objetivos da regulação. É um critério objetivo e claro, proporciona modicidade tarifária e garante ao investidor segurança jurídica e institucional nas regras, o que é fundamental para estimular novos investimentos. Como o setor de gás natural apresenta ainda um desenvolvimento incipiente e um grande potencial, sobretudo em função das últimas descobertas de gás no litoral paulista, assegurar a continuidade dos investimentos torna-se uma prioridade na regulação desse setor em São Paulo.*

*Existem outras alternativas para estimar o valor da base de remuneração regulatória. Muitas podem ser descartadas por serem inaplicáveis à situação brasileira ou economicamente inconsistentes como os objetivos da regulação.*

*A inconsistência relativa ao preço total pago na privatização já foi abordada nessa conclusão. Utilizar o funding da empresa ou seu valor de negociação em bolsa é igualmente inconsistente e/ou inaplicável.*

*Utilizar o valor de mercado de reposição dos ativos não assegura a efetiva remuneração dos investimentos realizados e constituiria um desincentivo para investimentos em ativos sujeitos a rápidas mudanças tecnológicas e fortes variações de preços relativos.*

*Utilizar o valor histórico dos ativos (com as devidas correções e depreciações) seria desconsiderar o método utilizado para a determinação do preço mínimo, o que por si só já se mostra inconsistente com o processo de privatização e regulação. Além disso, encontraria imensos obstáculos operacionais relativos às dificuldades de atualização de valores anteriores à estabilidade de preços proporcionada pelo Real e às divergências acumuladas entre valores históricos e valores de mercado quando da privatização. O uso do valor histórico constitui uma alternativa para estimar os acréscimos à base de remuneração ocorridos após a privatização, mas não para a determinação do valor inicial desse parâmetro.*

*Por fim, é importante lembrar que o fornecimento de gás natural não tem características de monopólio para alguns segmentos importantes de consumo, sobretudo o uso comercial e industrial, competindo fortemente em preço com outros energéticos (óleo combustível, principalmente). Dado que a Comgás precisa (e deverá buscar) expandir fortemente sua base de consumidores, a fixação de preços muito elevados em um regime de price cap para o gás não deveria constituir necessariamente a principal preocupação do regulador, pois iria contrariar os próprios interesses comerciais da empresa.*

*O texto completo encontra-se em anexo.*

#### Comentários CSPE:

*Em consideração aos comentários e conclusões apresentados pelo professor Wald e pela empresa Tendências Consultoria Integrada, entendemos que o equilíbrio econômico-financeiro é assegurado pela metodologia proposta de revisão tarifária.*

*A metodologia atende ainda às condições aplicáveis do Contrato de Concessão e questões relacionadas ao Edital do Certame, motivo pelo qual são realizados ajustes na proposta, derivados das considerações referentes à pergunta N° 98 (ver também item 3.2.4 da Nota Técnica N° 1).*

## 5.3 ESTRUTURA DE CAPITAL

### 5.3.1 Considerações FGV (Anexo)

A Comgás convidou a FGV para emitir opinião sobre custo e estrutura de capital proposta pela CSPE, cujo conteúdo encontra-se em anexo.

Comentários CSPE:

Ver considerações da CSPE na questão 7 Fundação Getúlio Vargas.

### 5.3.2 Considerações do prof. Antonio Sanvicente

A Comgás contratou o eminente prof. Antonio Sanvicente para elaborar parecer sobre a proposta da CSPE. O texto apresentado a seguir sintetiza esse parecer. Ele trata, em primeiro lugar, dos aspectos específicos da Nota Técnica número 2 (determinação do custo de capital para a Comgás), e depois do conteúdo do Anexo III da Nota Técnica número 1, sobre metodologia de revisão tarifária. Por fim, são revistos os próprios cálculos da Nota Técnica número 2, caso os cuidados apropriados com a estimação de beta e a determinação da estrutura ótima de capital fossem tomados.

Comentários CSPE:

Ver considerações da CSPE, sobre as questões a seguir, nas questões 5.9 Contribuições do Prof. Antonio Sanvicente.

### 5.3.3 Nota Técnica número 2

Esta nota apresenta três problemas de ordem geral e três problemas de natureza específica.

Problemas gerais:

O uso de médias históricas só refletirá o “custo de oportunidade do capital” por coincidência; devem ser usados os preços correntes de títulos, porque é neles que está implícito o custo de oportunidade do capital. A metodologia da CSPE recorre às médias históricas por falta de conhecimento de como fazer uso de dados correntes.

A simples adição de prêmios por risco na equação do custo de capital próprio (CAPM) ou o prêmio por risco já está refletido no risco (beta) (exemplo: risco regulatório), ou já está refletido no prêmio de risco da carteira de mercado (exemplo: risco país). Além disso, como reconhece até o próprio Anexo III, simplesmente somar prêmios fora do produto entre beta e prêmio por risco da carteira de mercado acaba tratando todos os ativos como se eles tivessem beta “igual a um” em relação a esses fatores, os quais, repita-se, são incorretamente considerados, pois já estão refletidos nos outros termos da equação.

Uso de dados de empresas americanas na estimação de betas: o procedimento de desalavancar e depois re-alavancar os betas de empresas de atividades semelhantes nos Estados Unidos introduz duas fontes de erros que seriam perfeitamente evitáveis se fosse lembrado que a Comgás tem ações negociadas no mercado local. As duas fontes de erro estão associadas às duas etapas e decorrem de (a) um ambiente

regulatório diferente, (b) um mercado consumidor com poder aquisitivo diferente, (c) uma economia com matriz energética diferente, isso para não falar em (d) a necessidade de recorrer a hipóteses para o procedimento de desalavancagem e re-

*alavancagem. Seria mais seguro calcular o beta da ação diretamente no mercado em que ela é negociada.*

*Problemas específicos:*

*Confusão entre risco de crédito e risco soberano: em boa parte, o prêmio por risco soberano já é prêmio por risco de crédito. Embora conceitualmente incorreto, o enfoque não causa efeito nos resultados, porque a soma dos componentes “risco local” (risco país) e “risco de crédito” acaba produzindo o mesmo prêmio total final, provando o argumento de que está havendo confusão.*

*As evidências de que há relação entre risco e tamanho dizem, na verdade, o contrário do que é mencionado na NT 2: uma análise da relação entre betas e tamanho no mercado brasileiro, com amostra de 138 empresas, indica que, quanto maior a empresa, maior o seu beta (risco).*

*Não é determinada a estrutura ótima de capital, e apenas é dito que a proporção de capital de terceiros usada é de 40%. Logo, o WACC obtido seria mais alto do que o calculado pela CSPE, embora aqui seja preciso convencê-la, ao contrário do que diz o Anexo III, que não há orientação na bibliografia para determinar uma estrutura ótima quantitativamente.*

#### **5.3.4 Anexo III da Nota Técnica número 1**

*Este documento é, na verdade, a “matriz” da qual saíram os cálculos apresentados na NT 2. Portanto, restringimo-nos a comentar alguns trechos que seriam as “defesas” contra os problemas apontados acima.*

*A página 97 do Anexo III admite que o conceito relevante de “taxa de rentabilidade” é “custo de oportunidade dos recursos”, e que o importante é que se “obtem no mercado”. Ora, nunca se obtém nada no passado (do mercado).*

*Página 116, nota número 24: O uso da hipótese “future equals the past”, que presume-se ser a defesa contra a crítica sobre o uso de médias históricas, é uma grosseira distorção conceitual. Na verdade, já que as séries de prêmios são aleatórias ou estocásticas, como diz a nota, o que se deveria perceber é que as séries são não estacionárias (obedecem a um processo do tipo random walk), o que significa que o prêmio pode se afastar da “média” (entre aspas porque, numa série não estacionária, pode ser justamente a média que não é estável) por longos períodos.*

*Página 121, nota número 26: De passagem, se defende o uso de retornos de ações em mercados de países desenvolvidos porque os betas não seriam estatisticamente significantes nos mercados de países emergentes, devido a um erro-padrão muito alto. Não há problemas desse tipo, na verdade. O erro está em usar um estimador (mínimos quadrados ordinários) que é sabidamente viesado; em nossa metodologia, isso tem sido corrigido desde o início, com o cálculo do chamado “beta ajustado”.*

*Página 130: “A bibliografia especializada não fornece um guia quantitativo sobre qual deve ser um índice de dívida ótimo”. Esta suposta deficiência já foi comentada acima.*

#### **5.3.5 Revisão dos cálculos corrigindo as estimativas de beta e estrutura de capital**

*Mesmo usando os cálculos da NT 2, vê-se que o resultado final deveria ser 11,96%, e não 11,76%, já que é a diferença entre 13,66% e 1,70% (houve um erro de conta).*

A estimativa apropriada de beta é 0,80 (calculado com os retornos dos últimos 36 meses da ação da Comgás na Bovespa), pois a ação é suficientemente bem negociada, a ponto de fazer parte da carteira do Índice Bovespa. Não caberia, portanto, o contra-argumento de que as cotações não são representativas. Além disso, o uso de dados de empresas do setor nos Estados Unidos se choca contra os problemas apontados acima no item I (necessidade de desalavancar e depois alavancar novamente os betas, e uso de ações de empresas que operam em outro ambiente, inclusive regulatório). “Não vejo sentido em ignorar o que de mais representativo há, ou seja, os dados da própria empresa no mercado local”.

“A proporção apropriada de capital de terceiros é igual a 1/3 (e de 2/3 a de capital próprio), segundo a metodologia por nós defendida, usando as condições correntes de mercado, e não os 40% de capital de terceiros que a NT 2 propõe, a qual parte do que a própria concessionária divulgou no ano anterior ao da revisão.” Ou seja, se a concessionária, por sua própria decisão, não está usando a estrutura ótima, não é o consumidor que deveria pagar por isso. Conseqüentemente, a implantação do cálculo da NT 2 não obedece ao princípio de que a estrutura considerada deveria ser mais eficiente.

Se a NT usasse o beta apropriado, e seus demais fossem mantidos, o custo de capital próprio seria igual a  $(5,14\% + 4,08\% + 1,84\%) + (0,8 \times 8,20\%) = 17,62\%$ , e o custo médio de capital, com a estrutura apropriada de capital, e mantendo os demais números da NT 2, seria:  $WACC = [(1/3) \times (14,28\%) \times (1 - 0,34)] + [(2/3) \times (17,62\%)] = 14,89\%$ , em termos nominais, ou  $14,89\% - 1,70\% = 13,19\%$  em termos reais.

#### 5.4 O FATOR X

A CSPE não apresentou uma proposta para determinação do Fator X, apenas explicitou conceitos genéricos que serão observados quando da sua estimativa.

A Comgás entende que o Fator X - ou índice de compartilhamento de produtividade de uma companhia regulada - é um instrumento cujo objetivo é antecipar melhorias em eficiência, para compartilhamento entre a concessionária e seus consumidores, no período entre os processos de revisões tarifárias. Esses ganhos em produtividade são geralmente associados ao aumento de eficiência como em Operação e Manutenção, bem como resultados de melhorias tecnológicas, eficiência financeira ou crescimento no consumo por parte dos consumidores.

Ao considerarmos o conceito de price-cap, e ao se estudar os seus conceitos básicos, verifica-se que a importância do Fator X está em duas vertentes:

Para que se possa induzir efetivamente o aumento de produtividade;

Para que os benefícios do aumento de produtividade possam ser passados para os consumidores na forma de tarifas.

A correta determinação do Fator X é de fundamental importância no contexto de um modelo regulatório do tipo price cap, pertencente à classe mais ampla de modelos baseados em incentivos. Erros na estimativa do Fator X podem penalizar tanto a concessionária quanto o consumidor. Neste sentido, é fundamental resgatar o princípio de que a determinação do Fator X não deve estar dissociada do contexto mais amplo da revisão tarifária, onde a base de remuneração regulatória, o custo e a estrutura de capital, a evolução das despesas computáveis e do mercado também assumem papel relevante.

A Comgás entende que a eventual fixação de um Fator X diferente de zero irá se sobrepôr a eventuais considerações de reduções de custo e ganhos de eficiência futuros que impactam a equação econômico-financeira do Plano de Negócios.

*A Comgás sugere que, independentemente da paramétrica que deverá ser sugerida pela CSPE para a definição do Fator X, o regulador considere a inclusão de um termo específico (Y) para – como no caso do setor elétrico – a recuperação de despesas operacionais e de investimentos de caráter extraordinário, a ser aplicado quando houver necessidade de compensação de fatores que extrapolem as obrigações do Contrato de Concessão e afetem o equilíbrio econômico-financeiro do contrato.*

*A figura do Fator Y não é nova na teoria e prática regulatória, sendo adotada por reguladores da Argentina (setor de distribuição de gás) e Inglaterra (setor de saneamento e abastecimento de água).*

#### Comentário CSPE:

A CSPE concorda com a Comgás sobre a necessidade de que a determinação do valor do Fator X seja realizada de forma correta. O procedimento exposto no item 3.4 da Nota Técnica N° 1 visa assegurar que esse objetivo seja atingido.

Por outro lado, a análise do conjunto de métodos e procedimentos, que compõem a proposta metodológica da CSPE, para a revisão tarifária, permite asseverar que a determinação do Fator X não se sobrepõe a eventuais considerações de reduções de custo e ganhos de eficiência.

No que se refere à inclusão de um termo específico (Y) para – como no caso do setor elétrico – a recuperação de despesas operacionais e de investimentos de caráter extraordinário, a ser aplicado quando houver necessidade de compensação de fatores que extrapolem as obrigações do Contrato de Concessão e afetem o equilíbrio econômico-financeiro do contrato, a CSPE considera importante salientar o seguinte:

A metodologia proposta para a revisão tarifária inclui um método objetivo e transparente para determinar e quantificar eventuais alterações na condição de equilíbrio econômico-financeiro do Contrato de Concessão. Trata-se do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), descrito de forma detalhada no item 3.6 da Nota Técnica N° 1. Naquele item é exposto o mecanismo contratual que poderá utilizar a CSPE para restabelecer esse equilíbrio, se acontecerem circunstâncias que o alterem (Décima sexta subcláusula da cláusula décima primeira do Contrato de Concessão).

## 5.5 BASE DE REMUNERAÇÃO REGULATÓRIA

*A Comgás entende que a determinação da BRR deve levar em conta as considerações feitas pela Fundação Getúlio Vargas e pelo prof. Arnoldo Wald, em seus respectivos pareceres.*

### 5.5.1 A equação do Fluxo de Caixa Descontado.

*Quais são os custos contidos no termo ODESP. Onde estão consideradas as despesas de depreciação e custo de capital?*

*O valor da BRRlf (fls. 21) “ é definido como o valor desse parâmetro ao início do ciclo mais os investimentos regulatórios líquidos (deduzidas as depreciações) realizados no ciclo” com o qual concordamos. No entanto, a fls. 22 diz “o valor da BRRl ao fim do ciclo é igual ao VPL dos fluxos de caixa antecipados para o ciclo seguinte ao analisado, na hipótese que a metodologia é aplicada indefinidamente em cada revisão tarifaria” o qual discordamos.*

Comentário CSPE:

Os gastos contidos em ODESP (Outras Despesas) são aqueles não constantes do OPEX e relevantes para a prestação do serviço.

A asseveração da página 22 da Nota Técnica N° 1 é correta, se, como lá indicado, for assumido que a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado é aplicada indefinidamente em cada revisão tarifária, e é considerado também o caráter perpétuo do serviço de gás canalizado. Desse modo, se a análise é limitada a um ciclo tarifário, a redação correta do expresso à pág. 22 seria a seguinte:

“O conceito essencial da equação do FCD é que o Valor Presente Líquido (VPL) da receita é determinado de forma que o valor dos fluxos de caixa anuais (AFC(t)), descontados à taxa de retorno definida para o ciclo tarifário ( $r_{wacc}$ ), seja igual à variação do valor da BRR durante o ciclo tarifário. Em outras palavras, a receita permitida é calculada de forma a permitir à Concessionária obter um retorno sobre o capital investido igual ao valor regulatório do custo de capital determinado na revisão tarifária”.

Com a finalidade de evitar análises teóricas que podem induzir à confusão aos agentes envolvidos no processo de revisão tarifária, na versão definitiva da Nota Técnica da Metodologia da Revisão foi modificado o texto da página 22 conforme o exposto neste comentário.

### 5.5.2 Determinação do parâmetro $P_0$

Na equação (2),  $r_{wacc}$  deve considerar-se que o valor a ser inserido deve ser calculado antes de imposto de renda, dado que no fluxo de caixa, não aparecerá o imposto de renda.

Comentário CSPE:

A fórmula de determinação do parâmetro  $P_0$ , exposta no item 3.6 da Versão Definitiva Nota Técnica N° 1, contempla o impacto na gestão econômica (receita líquida) da Concessionária, no segundo ciclo tarifário, das normas vigentes no Brasil para o imposto de renda. A CSPE ratifica que o valor da  $r_{wacc}$  proposto para a Comgás (11,76%) é o valor real da taxa após o imposto de renda.

A expressão a seguir é a adotada para a  $r_{wacc}$  após o imposto de renda;

$$P_0 = \frac{BRRLi - \frac{BRRLf}{(1+r_{wacc})^T} + \sum_t \frac{(1-w).(OPEX(t)+ODESP(t))}{(1+r_{wacc})^t} - \sum_t \frac{D(t).w}{(1+r_{wacc})^t} + \sum_t \frac{CAPEX(t)}{(1+r_{wacc})^t}}{\sum_{t=1}^T \frac{V(t).(1-w)}{(1+r_{wacc})^t}}$$

onde  $w$  é a taxa do imposto de renda e os demais parâmetros como definido na Nota Técnica.

## 5.6 ESTRUTURA TARIFÁRIA

A Comgás deseja ressaltar que de acordo com a Cláusula Décima Terceira, Vigésima Sétima Subcláusula, apresentará a estrutura tarifária adequada e suficiente para permitir o desenvolvimento do gás natural canalizado conforme as características de mercado, atendendo as necessidades de cada um dos segmentos de usuários,

*respeitando os princípios enunciados, sem que as restantes condições venham a implicar em limitações antecipadas à futura proposta de estrutura tarifária.*

*Como ilustração, reconhecemos que a cobrança de um encargo de capacidade seja um sinalizador do ponto de vista econômico-financeiro da correta alocação dos recursos de nossa rede de distribuição aos diversos usuários.*

*Entretanto, é importante mencionar as diversas características do mercado local, que podem dificultar a aplicação desta alternativa na negociação/contratação de clientes.*

*A Comgás não registra:*

- a demanda máxima anual (em m<sup>3</sup>/dia) por segmento de usuários;*
- o volume máximo atingido no consumo diário em cada ano por segmento de usuários;*

*Daí, não é possível atender ao solicitado.*

*Para que estes registros fossem efetuados, seria necessário que todos os usuários tivessem um medidor com registrador eletrônico de consumo e seus dados fossem cruzados para a obtenção do fator de contribuição de cada usuário. A Comgás tem hoje este tipo de medidor apenas para os consumidores com volumes acima de 50.000 m<sup>3</sup> ao mês. Por isto a Companhia promoveu, através do Instituto de Pesquisas Tecnológicas da USP, um estudo das curvas de carga referentes aos diversos segmentos de usuários, que será a base do cálculo dos encargos por capacidade em cada segmento de mercado.*

#### Comentário CSPE:

*A CSPE concorda com a Comgás que as curvas de carga, referentes aos diversos segmentos de usuários, são a ferramenta fundamental para o cálculo dos encargos por capacidade, em cada segmento de mercado. Assim é indicado, de forma expressa, no Anexo IV da Nota Técnica N° 1. A CSPE considera então muito acertada a decisão da Comgás de promover, através do Instituto de Pesquisas Tecnológicas da USP, um estudo das curvas de carga referentes aos diversos segmentos de usuários. Os resultados desse estudo permitirão definir, de forma objetiva, os encargos tarifários do serviço de distribuição de gás canalizado, para cada segmento de usuários, contribuindo à transparência do processo da revisão.*

## 5.7 FATOR K

*A Comgás considera relevantes as seguintes questões referentes ao Fator K:*

- 1) A primeira delas refere-se à necessidade de sua determinação continuar sendo simétrica (para mais ou para menos, conforme o caso), após o primeiro ano do terceiro ciclo, para garantir a equanimidade na correção tarifária.*
- 2) A segunda refere-se ao disposto na 23ª subcláusula da cláusula 13ª donde se depreende que na determinação da margem obtida (MO), os descontos praticados não serão levados em consideração.*

*O mercado de distribuição de gás canalizado é monopolista com relação à forma de distribuição, na realidade compete no mercado de energia com produtos alternativos, presentes em mercados regulados a exemplo da eletricidade, ou com energéticos presentes em mercados concorrenciais, a exemplo do GLP, óleo combustível, lenha, gasolina, álcool e óleo diesel.*

*Outros fatores que impactam a competitividade do gás natural são relativos às barreiras naturais de entrada, relacionadas à adequação das instalações internas dos clientes, grau de conversibilidade dos equipamentos e às adaptações das instalações para a compatibilização das normas vigentes.*

*Outro fator relevante limitante à expansão da área de cobertura e dos volumes consumidos é relativo às restrições à liberdade na concessão de descontos e programas de incentivo, especialmente se considerado que estes, por serem um serviço público, estão sujeitos a regras mais restritivas do que os concorrentes não regulados. Este fato faz com que estes concorrentes se antecipem a estes programas e com a liberdade característica de mercados livres sem a necessidade de aprovações prévias e sem os preceitos de isonomia captem ou retenham os potenciais clientes de gás canalizado, em condições comerciais privilegiadas.*

*Esta concorrência, além de debilitar a rentabilidade da concessão, contribui de maneira decisiva para prejudicar a universalização do serviço público de distribuição de gás canalizado.*

*Assim sendo, o cálculo da MO deve levar em conta a existência necessária dos descontos na equação de vendas para sua comparação com a MM, sob risco de produzir, caso assim não fosse, um indesejável prejuízo para o equilíbrio econômico da concessionária, por gerar um Fator K hipotético com a redução de receitas, aprofundando o prejuízo que a concorrência de mercado ocasiona à concessionária.*

*3) A terceira solicita a reconsideração da forma de cálculo do Fator K a partir da MM que comparará com a MO em cada ano a partir do segundo ciclo tarifário.*

*Com efeito, e como está demonstrado a seguir, sendo a MM produto da média de projeções de mercado de 5 anos, que apresenta variações ano a ano em volume e mix de vendas, é esperado que em qualquer ano do ciclo, a MM seja diferente da MO, embora sejam atingidos os volumes e o mix de vendas projetados em cada período.*

*Estatisticamente, sempre que se adota o uso do conceito de médias, ocorrerão observações que se situam acima e outras que se situam abaixo dessa média calculada.*

*O que se pretende é adotar mecanismo matemático que permita compensar aplicações indevidas do Fator K, sendo esse mecanismo:*

- a) Seja calculada a MM conforme Contrato de Concessão,*
- b) Identificar as Mgc (margem máxima de cada classe que produziu a MM)*
- c) Para cada ano do ciclo, seja calculada uma nova MM (MMt) aplicando as Mgc aos volumes e mix projetados para esse ano*
- d) Comparar a MMt de cada ano com a MO, obtendo o Fator K correto.*

Em anexo, apresentamos detalhe com as demonstrações e exemplos da proposta.

#### Comentário CSPE:

Nas sub-cláusulas da Cláusula Décima Terceira de cada Contrato de Concessão, referentes ao Termo de Ajuste K, é definida de forma precisa o método de cálculo desse termo e as demais condições de sua aplicação. Tratam-se de conteúdos específicos do Contrato de Concessão firmado entre o Poder Concedente e a Concessionária. As competências da CSPE, na administração da execução do Contrato de Concessão, estão claramente estabelecidas nas normas legais e regulamentos vigentes e no próprio Contrato. A CSPE não pode, nem deve, reconsiderar formas de cálculo estabelecidas de forma específica no Contrato de

Concessão. Pelo exposto, os pleitos da Concessionária incluídos nos itens “1” e “2” (desta questão) não podem ser aceitos.

No que se refere à proposta descrita no item “3”, a CSPE concorda com o conceito apresentado na mesma para complementar o procedimento detalhado do cálculo do Termo de Ajuste K, no marco dos conteúdos do Contrato de Concessão, que contemple esse conceito.

## 5.8 ESTRUTURA BÁSICA DE SOLICITAÇÃO DE INFORMAÇÕES DO PLANO DE NEGÓCIOS

*A estrutura do Plano de Negócios sugerida pela CSPE levanta algumas dúvidas, como segue.*

### 5.8.1 Descrição do Enfoque Metodológico

*Embora esteja indicado através do gráfico da página 9 que as informações projetadas solicitadas abarcam o período de 2003 a 2013, entendemos que o cálculo das novas tarifas devam ter como base as projeções do período de maio de 2004 a maio de 2009. Entendemos ainda que as projeções devem ser feitas em valores constantes de maio de 2004. Solicitamos a confirmação destes entendimentos.*

#### Comentário CSPE:

Considerando o cronograma do processo de revisão tarifária, as projeções de todos os parâmetros de custo e preço, a serem considerados segundo o previsto na metodologia, versão final aprovada pela CSPE, **devem ser feitas em valores constantes de 30 de junho de 2003**. A CSPE definirá o índice adequado para ajustar os valores determinados nessa data até a data efetiva de aplicação dos resultados da revisão tarifária da Comgás, ou seja, 31 de maio de 2004.

### 5.8.2 Tratamento Regulatório da Qualidade do Serviço

*Inicialmente, cabe-nos afirmar que no primeiro ciclo do Contrato de Concessão, durante as várias discussões sobre o tratamento regulatório da qualidade do serviço, esta Concessionária e a CSPE procederam tão somente ajustes pontuais nos indicadores que refletiam tal qualidade, bem como nos procedimentos correlatos. Além disso, os níveis dos indicadores presentes no Contrato de Concessão são similares (ou, em alguns casos, superiores) aos padrões internacionais para 'utilities'. Isso, por si só, torna desnecessário quaisquer alterações nesse tratamento regulatório.*

*Salientamos que uma alteração desse nível nos parâmetros regulatórios necessita de prazos razoáveis para que haja a prévia discussão com a Concessionária, bem como com outros interessados. Tal afirmação é absolutamente incompatível com a celeridade e os prazos impostos para esta Revisão Tarifária.*

*Apesar disso, a CSPE no item 3.8 da Nota Técnica Nº 1 ("Metodologia Para a Revisão Tarifária das Concessionárias de Gás Canalizado") considerou a definição dos níveis de qualidade constante do Contrato de Concessão ainda insuficientes. Tal insuficiência seria superada através da adoção das seguintes medidas: revisão dos indicadores de qualidade e valores limites adotados, em concordância com a redefinição do plano de qualidade estabelecido pela CSPE; a revisão das fórmulas e procedimentos de cálculo associadas a esses indicadores; a efetiva medição e*

*verificação desses indicadores para cada usuário individual; a forma de ressarcimento aos usuários afetados, quando aplicável e a revisão dos procedimentos de monitoramento dos indicadores.*

*Se essas medidas forem implementadas, mesmo que de forma parcial, poderão implicar a alteração dos custos operacionais (ou de investimento) da Concessionária. Diante disso, cumpre-nos ressaltar que essa alteração nos indicadores constantes do Contrato de Concessão deverá trazer um reflexo tarifário, caso venha realmente a ocorrer.*

*Portanto, para a mudança no tratamento regulatório da qualidade dos serviços, seria imprescindível que a Concessionária o conhecesse detalhadamente e previamente à apresentação de seus custos operacionais, ou mesmo de investimento, para que as tarifas viessem a refletir tais alterações, sem que houvesse qualquer desequilíbrio econômico financeiro no Contrato de Concessão.*

#### Comentário CSPE:

Como estabelecido no item 3.8 da Nota Técnica N° 1, os Contratos de Concessão para distribuição de gás canalizado no Estado de São Paulo contêm normas bem específicas, em matéria de parâmetros de qualidade do produto fornecido e do serviço prestado, seja quanto aos aspectos técnicos, seja quanto ao atendimento comercial. Essas normas estão detalhadas no Anexo 2 de cada Contrato.

Naquele item também está expresso que não é possível determinar tarifas apropriadas sem definir, de uma maneira precisa, o produto ou serviço que o usuário recebe por essas tarifas.

O processo de revisão tarifária deve conduzir à determinação de tarifas apropriadas para um produto fornecido e um serviço prestado cumprindo parâmetros de qualidade definidos de forma objetiva, transparente e que resultem mensuráveis, seja quanto aos aspectos técnicos, seja quanto ao atendimento comercial.

Quanto aos parâmetros da revisão (custos operacionais, custos de investimentos etc.), a Concessionária deve adotar os custos atualmente provisionados, sendo que eventuais alterações, para mais ou para menos, serão consideradas por ocasião do formato final do ajuste.

Como estabelecido no item 3.8 da Nota Técnica N° 1, a CSPE verificará também se, na realidade, os usuários estão recebendo efetivamente um serviço da qualidade estabelecida nessas normas. Com essa finalidade, serão definidos procedimentos que permitam a efetiva medição e verificação desses indicadores para cada usuário individual.

#### **5.8.3 Anexo II: Estrutura Básica de Solicitação de Informações do Plano de Negócios Item I**

*Solicita-se informações sobre “custos de despesas operacionais da rede de distribuição de gás canalizado” e refere-se ao anexo PN-III (Despesas e Ativos Não Específicos). Neste anexo estão solicitadas todas as despesas e não apenas as da rede de distribuição de gás. Como se deve proceder?*

*Solicita-se que as informações de cada planilha sejam apresentadas de modo a permitir identificar o processo ou atividade do serviço de distribuição de gás canalizado que origina a despesa. Isto implicaria em definir quais são estes processos e atividades e identificar as despesas correspondentes.*

*As informações contábeis da Comgás (organizadas de acordo com o Plano de Contas das Concessionárias de Distribuição de Gás Canalizado do Estado de São Paulo, definido pela Portaria 22 da CSPE e de acordo com as regras da CVM) não estão organizadas por processo e atividade. Solicita-se que as informações de cada planilha sejam apresentadas de modo a permitir identificar o processo ou atividade do serviço de distribuição de gás canalizado que origina a despesa. Isto requer claras definições sobre quais são estes processos e atividades e a identificação das despesas correspondentes.*

#### Comentário CSPE:

Os processos e atividades envolvidos na prestação do serviço de distribuição de gás canalizado são bem conhecidos, para uma Concessionária como a Comgás. Tratam-se daqueles processos e atividades necessários para a operação e manutenção das instalações de distribuição de gás canalizado, gestão comercial dos usuários, direção, supervisão e controle da gestão empresarial, aquisição e transporte de gás.

A finalidade da solicitação das informações apresentadas nas planilhas do Anexo II, da Nota Técnica N° 1, é permitir à CSPE avaliar a razoabilidade dos valores informados pela Concessionária, visando à fixação de tarifas apropriadas (ver comentário da CSPE neste documento na questão 5.1 Custos Operacionais).

#### **5.8.4 Evolução prevista do mercado**

*Não existem informações sobre capacidade contratada por classes tarifárias, sistemas de distribuição e áreas geográficas porque só uma minoria de clientes tem contratos firmados com a concessionária, e nenhum deles tem identificada a capacidade contratada.*

##### *Plano de Investimentos (CAPEX)*

*5.8.4.1 Com relação ao preenchimento do anexo PN – II, solicitamos os seguintes esclarecimentos:*

*Como serão reportados os projetos de investimentos para renovação de ERM's e ERP's e Estações de Odorização não associados a um determinado projeto? Onde entram os projetos de renovação, reforço RETAP e outros que não são projetos de Expansão?*

#### Comentário CSPE:

Como já indicado no Anexo II, da Nota Técnica N° 1, solicita-se à Comgás a preparação de uma planilha específica para cada um desses projetos de investimentos para renovação de ERM's e ERP's e Estações de Odorização, não associados a um determinado projeto. O mesmo critério deve ser aplicado para os projetos de renovação, reforço RETAP e outros que não são projetos de Expansão.

*5.8.4.2 Os diâmetros informados para tubulação de polietileno (PE) na planilha Tubulações de Rede não são os utilizado pela Comgás. Solicitamos poder alterar esses campos.*

*Solicita-se não incluir na Planilha "Tubulações" os custos de engenharia e supervisão de pessoal próprio, os que, ainda sendo custos destes*

*investimentos, são considerados no conjunto de informações nas planilhas de despesas. Hoje, a Comgás capitaliza estes custos. Assim, se apresentarmos estes custos entre as despesas operacionais, o total das despesas operacional apresentada para a revisão tarifária estará maior que o valor registrado contabilmente. Como devemos proceder?*

#### Comentário CSPE:

Os diâmetros dos dutos considerados para a elaboração das planilhas foram tomados, em sua grande maioria, de planos existentes na CSPE, providos pela própria Comgás. Foram feitas algumas alterações, já que a documentação não era completa. De qualquer modo, a CSPE aceita que a Comgás modifique, adicione ou retire diâmetros de dutos, de modo que a informação reflita tanto as instalações existentes quanto aquelas que serão construídas.

Na apresentação inicial, o critério adotado foi incluir os custos de Engenharia e Supervisão de Obras nas despesas e portanto não os considerar nos ativos. Para fins de uma maior clareza e para permitir uma adequada identificação dos investimentos associados a esses custos, datas de ativação etc., a CSPE decidiu modificar esse critério, definindo que as despesas de Engenharia e Supervisão de Obras fossem incluídas como parte dos investimentos, e não como despesas operacionais.

#### 5.8.4.3 Custos e despesas operacionais (OPEX)

*No anexo PNII, o que deve ser entendido por "Valor Bruto Total" e "Valor Líquido Total"?*

#### Comentário CSPE:

O Anexo PNII se refere a planos de investimento, e não faz nenhuma referência a "valor bruto total" ou "valor líquido total". Essas expressões estão incluídas nas planilhas dos ativos não específicos do Anexo PNIII, ao qual, supõe-se, se deve a pergunta. O termo "valor bruto total" refere-se ao valor contábil de ativação do bem em questão. O "valor líquido total" refere-se ao valor depreciado do bem em questão.

## 5.9 CONTRIBUIÇÕES DO PROF. ANTONIO SANVICENTE

### 5.9.1 Comentários referentes à Nota Técnica N° 2

*5.9.1.1 Utilização de médias históricas. É mencionado que a utilização desses valores só refletirá o "custo de oportunidade do capital" por coincidência; devem ser usados os preços correntes de títulos, porque é neles que está implícito o custo de oportunidade do capital. É expresso também que a metodologia da CSPE recorre às médias históricas por falta de conhecimento de como fazer uso de dados correntes.*

#### Comentário CSPE:

A utilização de valores "spot" ou médias históricas é um dos elementos de maior discussão e controvérsia nos processos de determinação do custo de capital.

A CSPE decidiu utilizar valores médios para a taxa livre de risco. Essa decisão teve em conta tanto o caráter "forward looking" do modelo CAPM, como os procedimentos aplicados habitualmente para a utilização dessas informações. A CSPE considerou

também as teorias financeiras que justificam, do ponto de vista conceitual, a utilização de dados correntes (valores “spot”). Todos esses aspectos são bem conhecidos e foram analisados na tomada de decisão. A posição adotada pela CSPE é baseada nos elementos descritos a seguir:

- Deve ser utilizado um procedimento transparente, ou seja, que seja reproduzível em sucessivas revisões tarifárias, e estável do ponto de vista temporal;
- O procedimento deve equilibrar o impacto das variações desse parâmetro (taxa) entre os usuários e a Concessionária;
- Para a regulação econômica é essencial produzir sinais estáveis ao longo do tempo, pois são os incentivos necessários para a incorporação de ativos recuperáveis em períodos longos e ilíquidos para sua comercialização. Nos mercados de capitais, e, assumindo que cumprem o “teste de eficiência”, é incorporada toda a informação disponível com a maior celeridade possível, o que explica a sua volatilidade. A contrapartida é que os ativos envolvidos são sumamente líquidos, e podem modificar suas posições com custos de transação muito baixos.

Na Nota Técnica N° 2, Anexo III, a CSPE expressou seu ponto de vista referente a este assunto, ao mencionar que a questão da avaliação da taxa de risco merece uma consideração adicional. Foi indicado nesse documento que o valor “spot” de uma variável financeira, que se negocia em forma líquida, é o mais adequado (expectativas racionais) para ser usado no cálculo em um método “forward looking” como o CAPM, já que esse valor está descontado pelas expectativas de todos os agentes. Não obstante, deve ser levado em consideração que a volatilidade dessa variável pode originar certas distorções. Por essa razão, e considerando a volatilidade associada aos bônus locais, com a qual se estima o “spread” para determinar o risco país, no caso da versão do CAPM internacionalizado por esse conceito (“country spread model”), na prática se recomenda a utilização de médias.

Frente à necessidade de resolver, de forma adequada, essa situação de “trade-off”, a CSPE decidiu pela utilização de valores médios a 5 anos, de modo a:

- Estabelecer procedimentos reproduzíveis e estáveis no tempo;
- Evitar oportunismos espúrios, já que, se forem utilizados os valores “spot”, na condição atual dos mercados financeiros internacionais, o custo de capital obtido seria muito inferior ao determinado. Porém, não existe certeza de que essa situação seja representativa da realidade de todo o segundo ciclo tarifário. Se esse não for o caso e o valor da taxa aumente durante esse ciclo, a consequência mais relevante será que os incentivos aos investimentos e à expansão do serviço serão reduzidos, o que é fortemente negativo;
- Evitar refletir, na revisão tarifária, os efeitos de situações conjunturais de alta volatilidade. Assim, é importante salientar que o “risco país” do Brasil tenha variado, nos últimos seis meses (período habitual de desenvolvimento de uma revisão tarifária), mais de 1 000 pontos básicos, a taxa livre de risco nos Estados Unidos (EUA) mais de 100 pontos básicos etc.

Existem numerosos antecedentes internacionais e regionais na utilização de médias históricas.

Um exemplo da inconsistência que pode gerar a utilização de valores “spot” para estas variáveis é o caso da regulação do setor de gás canalizado na Argentina. Na revisão tarifária de 1997, quando a Argentina podia obter as melhores condições de financiamento de toda a década dos anos 90, o Regulador decidiu pela utilização de

valores “spot” da taxa. Na segunda revisão de tarifas (interrompida pela crise social e econômica do país), a metodologia definida pelo Regulador considerou a utilização de valores médios históricos, já que a determinação do custo de capital mediante valores “spot” dessas datas teria conduzido a valores não aceitáveis dos pontos de vista social e político. A experiência indica que esse “oportunismo regulatório” deve ser evitado.

Entretanto, a experiência internacional neste assunto é variada. Existem casos de utilização de valores médios e outros de uso de valores correntes.

Na América Latina é predominante o uso de médias históricas. Em alguns casos são utilizadas médias de períodos curtos (regulação da distribuição elétrica no Panamá). Na Colômbia, tanto nos setores de gás canalizado quanto de eletricidade, foram utilizados valores médios de períodos de dois anos. Na Argentina, têm sido utilizados distintos enfoques:

- valores “spot”, na primeira revisão de gás canalizado (distribuição e transporte);
- médias de curto prazo (1 ano), na revisão da transmissão de eletricidade;
- médias de períodos mais longos (revisões das concessões elétricas provinciais).

No Brasil, no antecedente mais próximo (revisão tarifária das Concessionárias de distribuição de energia elétrica), foram utilizadas médias históricas.

No Reino Unido, a experiência é também diversa; valores “spot” nas revisões dos serviços de água e esgoto, realizadas pelo OFWAT, valores correntes com bandas (baseados no histórico, nas revisões de serviços de eletricidade e gás, realizadas pelo OFGEM) e valores médios (utilizados pela “Monopoly and Merger Commission”).

Na Austrália e na Nova Zelândia, os diferentes reguladores das atividades de eletricidade e gás têm considerado o valor corrente (média dos últimos 20 dias úteis e a média do último ano). Nos EUA, grande parte das “Public Utility Commissions” (PUCs) utilizam a média do último ano de um bônus de longo prazo.

A diversidade de opções da realidade reflete o caráter discutível da decisão, e a necessidade de fundamentar de forma transparente os critérios considerados na sua adoção. Esse é o caminho escolhido pela CSPE.

*5.9.1.2 Sobre a simples adição de prêmios por risco na equação do custo de capital próprio (CAPM). Menciona-se que o prêmio por risco já está refletido no risco (beta) (exemplo: risco regulatório), ou já está refletido no prêmio de risco da carteira de mercado (exemplo: risco país).*

#### COMENTÁRIO CSPE:

A CSPE considera que não estão sendo imputados duplamente alguns riscos e seus prêmios correspondentes. A fórmula de estimação do custo do capital próprio proposta é clara com relação à forma em que são considerados os diferentes riscos.

Os termos  $r_f$ ,  $r_p$  e  $r_x$  refletem a taxa de capital local para todos os setores. Esta taxa não contempla o risco particular de nenhum setor: trata-se da taxa de base para todas as atividades.

O conceito que justifica a adição de risco é que, no mundo globalizado e com economias abertas, a taxa de capital local está influenciada pelo resultado do balanço de pagamentos. Desse modo, o custo de capital base local pode ser expresso como a soma da taxa livre de risco dos EUA, o risco soberano, as expectativas de desvalorização e o risco cambial. Esse custo de capital base para a economia reflete todos os riscos do país, tais como o risco institucional e político (incluindo a qualidade

das instituições reguladoras), riscos macroeconômicos (resultado fiscal, comportamento da balança de pagamentos, sustentabilidade do crescimento), riscos de não convertibilidade da moeda, risco de expropriações, instabilidade social etc.

O valor do “beta” reflete, da mesma maneira que no CAPM tradicional, o risco próprio da atividade com relação à média das atividades. O beta depende somente da atividade sob análise.

O prêmio de mercado reflete o que os investidores requerem para investir em atividades com risco maior ao custo de capital base da economia, que é para o investidor um custo de oportunidade, uma vez que, em princípio, pode ser obtido “sem risco”. Aqui existe um problema semântico, dado que não existe nos países emergentes um ativo sem risco. A natureza do conceito “sem risco” em países emergentes deve ser interpretada como “sem redução da liquidez dos ativos e sem risco de gestão”.

Se a forma em que é estimado cada um dos parâmetros é consistente, como proposto pela CSPE, não existe duplicação de prêmios por riscos. Assim, por exemplo, se o prêmio de mercado for estimado como a diferença entre o rendimento de uma carteira diversificada no Brasil (Bovespa) e a taxa de custo de capital base da economia, não se está duplicando o prêmio por risco soberano.

Se o prêmio de mercado for estimado como a diferença entre o rendimento de uma carteira diversificada no Brasil e a taxa livre de risco dos EUA, não deveriam ser computados os termos  $r_p$  e  $r_x$  na fórmula do CAPM. Entretanto, esta expressão apresenta alguns resultados conceituais discutíveis, dado que o risco soberano e cambial que afeta cada setor dependeria do risco sistemático desse setor. Porém, um investidor não pode diversificar esses riscos estruturais (todos os setores apresentam beta unitário com relação aos mesmos), salvo se for considerado que, por exemplo, um banco ou uma fábrica de automóveis pode gerenciar o risco de um conflito social melhor que uma empresa de distribuição de gás canalizado.

Finalmente, é importante mencionar que a forma proposta pela CSPE para estimar o custo de capital é a utilizada na maioria dos casos de revisões tarifárias de atividades reguladas.

*5.9.1.3 Sobre o uso de dados de empresas americanas na estimação de betas: o procedimento de desalavancar e depois realavancar os betas de empresas de atividades semelhantes nos Estados Unidos introduz duas fontes de erros que seriam perfeitamente evitáveis se fosse lembrado que a Comgás tem ações negociadas no mercado local. As duas fontes de erro estão associadas às duas etapas e decorrem de (a) um ambiente regulatório diferente, (b) um mercado consumidor com poder aquisitivo diferente, (c) uma economia com matriz energética diferente, isso para não falar em (d) a necessidade de recorrer a hipóteses para o procedimento de desalavancagem e realavancagem. Recomenda-se calcular o beta da ação diretamente no mercado em que ela é negociada.*

Comentário CSPE:

A CSPE não desconhece que a Comgás tem ações (com um bom nível de liquidez) negociadas no mercado local. O problema reside em que, para selecionar o mercado sobre o qual se vai trabalhar o beta, existem outros numerosos aspectos a avaliar.

Para a definição do beta, dispõe-se de duas opções básicas:

- Privilegiar a homogeneidade da fonte de dados, com relação ao caso de aplicação, o que implica perder certa robustez nos resultados (mercados de

capitais não desenvolvidos, falta de empresas do mesmo setor, inexistência de séries longas de prêmios de mercado etc.);

- Privilegiar a qualidade e volume da informação de referência, sob risco de perder compatibilidade. Neste caso, recomenda-se utilizar o mercado dos EUA. Como é conhecida, a regulação do setor gás canalizado desse país é do tipo por taxa de retorno, que resulta de menor risco para o investimento do que aquela que é utilizada no mercado brasileiro.

A CSPE decidiu seguir a segunda alternativa baseado nos seguintes aspectos:

- Respeita-se o princípio norteador de uma regulação mediante incentivos: o de evitar transferir, aos usuários, os resultados da gestão da empresa. O beta individual de uma empresa pode refletir não só o risco sistemático de um setor, mas também o resultado, i.e., de uma má gestão nos financiamentos, de incertezas no gerenciamento da mesma etc. O ideal é utilizar o beta de um conjunto de empresas, que operem no mesmo setor em um mesmo país. Infelizmente isto, no Brasil, não é possível para o setor de gás canalizado, visto que somente duas empresas apresentam cotação em bolsa;
- Quando se estima o beta sobre o mercado local, não apenas se deve utilizar este valor, mas também se deve obter o prêmio por mercado, para que a aplicação da fórmula resulte consistente. Isto apresenta vários problemas:
- mercados muito concentrados e portanto sem informações confiáveis (potencialmente distorcidas), inexistência de séries de rendimentos suficientemente extensas, rendimentos excessivamente voláteis (o rendimento anual da Bovespa passou de valores fortemente negativos a valores que superam os 150% em poucos anos), existência de prêmios por mercado negativos em período relativamente longos etc. Em resumo, existem numerosas dúvidas sobre a eficiência destes mercados;
- Muitas das fontes de erro enumeradas pela Comgás podem ser facilmente corrigidas com procedimentos avalizados e de uso difundido (desalavancagem, ajuste por tipo de regulação etc.). O restante das fontes de erro se ajustam mediante a adição do risco país;
- É um procedimento usual em matéria de estimação de custos de capital, com fins regulatórios na América Latina, e existem antecedentes no Brasil (i.e. setor elétrico).

*5.9.1.4 Sobre a confusão entre risco de crédito e risco soberano: em boa parte, o prêmio por risco soberano já é prêmio por risco de crédito. Menciona que, embora conceitualmente incorreto, o enfoque não causa efeito nos resultados, porque a soma dos componentes “risco local” (risco país) e “risco de crédito” acaba produzindo o mesmo prêmio total final, provando o argumento de que está havendo confusão.*

Comentário CSPE:

A CSPE entende que o argumento é errôneo devido a que:

- A extração do risco creditício com o propósito de obter o risco país é conceitualmente correta;
- A não-extração do risco creditício, por ter um impacto na estimação do custo de capital, não é um problema meramente semântico, visto que gera diferentes valores para o custo de capital.

O critério básico pelo qual se deve extrair o risco creditício no cálculo do risco país, é que o risco creditício relevante para a empresa já está considerado na fórmula do CAPM. Portanto, a adoção do “spread” entre um bônus dos EUA e um bônus soberano de igual “duration”, como medida de risco país, superestima o valor do custo do capital próprio mediante a adição de um risco que não é relevante para a empresa sob análise. O risco de moratória ou de “default” do estado brasileiro deve ser separado do risco país porque o que é relevante para o investidor é o risco de “default” da empresa, para quem ele emprestou, e não o risco de “default” do país onde a empresa se localiza.

*5.9.1.5 Sobre as evidências de que há relação entre risco e tamanho dizem, na verdade, o contrário do que é mencionado na NT 2. Se menciona que uma análise da relação entre betas e tamanho no mercado brasileiro, com amostra de 138 empresas, indica que, quanto maior a empresa, maior o seu beta (risco).*

Comentário CSPE:

Primeiro é necessário ressaltar que, do exercício realizado pela Comgás, não é possível obter uma conclusão que invalide a argumentação da CSPE. Que se tenha achado que quanto maior a empresa, maior o seu beta, não implica a inexistência do efeito tamanho. Em um mercado onde todas as grandes empresas pertencem a setores de risco sistêmico alto, é de se esperar que o beta seja maior quanto maior for o tamanho. Contrariamente, em um mercado onde todas as grandes empresas sejam de baixo risco (i.e. “utilities”) verificar-se-ia o efeito tamanho. Entretanto, ambos os exemplos não demonstram a existência ou inexistência do efeito tamanho.

Para poder demonstrar a existência do efeito tamanho, deve-se recorrer a um mercado de capitais muito desenvolvido, onde se possa assegurar que em cada decil (segmentado por nível de capitalização) de mercado analisado, as empresas sejam dos mais diversos tipos (quanto a seu risco sistêmico), ou realizar a análise no interior de cada setor.

Independente dos aspectos mencionados, é importante mencionar que a afirmação da CSPE se referia ao mercado dos EUA, pois desse mercado se obteve o prêmio por risco. Não é possível dissociar o mercado de onde se obteve o prêmio por mercado da estimação do efeito tamanho, sem perder consistência na estimação.

A inclusão do efeito tamanho na estimação do custo de capital é recente e controversa, dado que é baseada essencialmente em estudos empíricos.

Os estudos teóricos e empíricos que dão fundamento a esta posição afirmam que o maior risco das companhias pequenas, no contexto do método CAPM, não é totalmente compensado por retornos elevados no longo prazo. Somente o risco sistemático é compensado na aplicação desse método; e as companhias mostraram rendimentos que excedem os implícitos em seus “betas”.

Se for comparado o rendimento histórico com o retorno estimado através do CAPM, observa-se que aquelas companhias de menor capitalização tiveram rendimentos não totalmente contemplados por seus maiores “betas”. Do mesmo modo, este retorno em excesso, ao projetado pelo CAPM, cresce de forma inversa ao tamanho patrimonial da empresa.

Devido ao fato de o prêmio por tamanho ser um assunto de desenvolvimento relativamente recente no âmbito da teoria financeira, alguns acadêmicos e especialistas questionam sua consideração. Entretanto, até o presente, não há evidência suficiente para recomendar a exclusão deste parâmetro.

No ponto Prêmio por Tamanho do Anexo III da NT N° 2, pode-se observar uma estimativa deste efeito para o mercado dos EUA.

No caso de se realizar a estimativa considerando o beta e o prêmio de mercado estimado sobre o mercado local, deveria ser realizada uma análise empírica para testar a hipótese da existência do efeito tamanho. Esta análise deveria primeiramente observar a existência de uma diversidade de tipos de empresas, em cada percentil em que se divida o mercado.

A inclusão de um adicional de risco por tamanho resulta importante, do ponto de vista regulatório, quando existem empresas de tamanhos muito diversos, e algumas delas sejam sensivelmente pequenas. Este é o caso do Panamá, com relação à indústria elétrica, onde se pode observar um exemplo de aplicação do CAPM com adicional por efeito tamanho.

*5.9.1.6 Estrutura ótima de capital. É mencionado que na Nota Técnica apenas é dito que a proporção de capital de terceiros usada é de 40%. Menciona-se que o WACC obtido seria mais alto do que o calculado pela CSPE, embora aqui seja preciso convencê-la, ao contrário do que diz o Anexo III, que não há orientação na bibliografia para determinar uma estrutura ótima quantitativamente.*

Comentário CSPE:

A CSPE poderia ter optado por três alternativas para estimar a estrutura de capital:

- “Benchmarking” financeiro: Mediante comparação realizada sobre o mercado local, regional ou sobre o mercado do Estados Unidos.
- Definição endógena: Método de determinação da percentagem ótima de participação do endividamento a partir da definição dos níveis de cobertura de juros de dívida no “cash flow” de cada empresa.
- Quantificação da estrutura ótima de capital: Método que consiste em minimizar o custo médio de capital, a partir da determinação do nível de endividamento ótimo.

As duas últimas alternativas resultam muito interessantes do ponto de vista conceitual, mas de difícil aplicação no terreno empírico. Em especial, a determinação da estrutura de capital ótima, tal como o propõe a Comgás, requer o conhecimento das funções para o custo do capital próprio e para o custo de capital de terceiros, em função do nível de endividamento. A estimação destas funções não é possível, sem remeter a um certo grau de subjetividade.

A CSPE decidiu empregar a alternativa mais transparente, que por sua vez é a de maior difusão na estimação de estruturas de capital com fins regulatórios. O critério, por trás do emprego do benchmark financeiro, é que a média que registra um conjunto de empresas comparáveis, suficientemente ampla, deve refletir o ótimo na estrutura de capital para as empresas do setor.

## **5.9.2 Comentários sobre o Anexo III da Nota Técnica número 1**

*5.9.2.1 Sobre que nunca se obtém nada no passado do mercado.*

Comentário CSPE:

A resposta ao comentário sobre o uso de médias históricas já foi realizada no item 5.9.1.1. De todo modo, é importante ressaltar que existem parâmetros, que são

utilizados no CAPM, cuja estimativa se baseia no passado e onde existe consenso na literatura de que a média aritmética da série, o mais longa possível, é um dos melhores estimadores para esses parâmetros.

5.9.2.2 *Sobre o uso da hipótese “future equals the past” como defesa contra a crítica sobre o uso de médias históricas. Menciona-se que séries de prêmios aleatórias são séries não estacionárias (obedecem a um processo do tipo random walk), o que significa que o prêmio pode se afastar da “média” por longos períodos.*

Comentário CSPE:

Primeiramente é importante contextualizar a nota de rodapé citada pela Comgás. A CSPE se referia ao comportamento da série de prêmio de mercado.

Com respeito às séries de taxas de juros, a argumentação a favor do uso de média foi exposta na questão 5.9.1.1.

Com respeito à série de prêmio de risco do mercado dos EUA, observa-se que a mesma responde a um processo de tipo “random walk”. Isto implica que não existe correlação serial, donde decorre que não é possível explicar o prêmio futuro a partir da informação do período anterior.

Parte da literatura sustenta que o melhor estimador do valor esperado de uma variável que se comporta estocasticamente seja a média aritmética da série, provendo-se a série o mais longa possível.

Por outro lado, é importante mencionar que este é o modo usual, com que se computa o prêmio por risco, em estimações de custo de capital próprio.

5.9.2.3 *Sobre o uso de retornos de ações em mercados de países desenvolvidos porque os betas não seriam estatisticamente significantes nos mercados de países emergentes, devido a um erro-padrão muito alto. Menciona-se que não há problemas desse tipo, na verdade, é que o erro está em usar um estimador (mínimos quadrados ordinários) que é sabidamente viesado. É proposta a utilização do método de Scholes e Williams.*

Comentário CSPE:

O estimador de Scholes e Williams é um bom estimador para determinar betas mais representativos, nos casos em que as ações sejam de baixa liquidez e não apresentem transações diárias. Para resolver o mesmo problema existem outros mecanismos, como trabalhar com betas com defasagem<sup>1</sup>, mas nenhum destes métodos resolve os problemas que se pretende resolver, se a informação apresenta problemas de base em função das distorções provocadas por alta inflação, fortes recessões, índices de rendimento concentrados etc.

Do mesmo modo, ao trabalhar com informação dos mercados emergentes, existem outras dificuldades técnicas difíceis de sanar, como por exemplo, caso se desejasse estimar o beta de uma empresa distribuidora de gás canalizado no Brasil, com um ajuste de Vasicek com reversão à média do setor (não do mercado), não se disporia de informação para tal objetivo. A liquidez, conjuntamente com o volume e a diversidade do mercado dos EUA, permitem estimativas precisas, o que não é possível fazer nos mercados emergentes.

---

<sup>1</sup> IBBOTSON, Roger G.; KAPLAN, Paul D.; PETERSON, James D. *Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low. Adjusted estimates of beta are positively related to future common stock returns.* 1997.

5.9.2.4 *Sobre que a bibliografia especializada não fornece um guia quantitativo sobre qual deve ser um índice de dívida ótimo.*

Comentário CSPE:

A CSPE expressa que não se dispõe de um conjunto importante de trabalhos empíricos, suficientemente desenvolvidos sobre estimação de estruturas ótimas de capital. Esta questão está complementada com a resposta à questão 5.9.1.6.

### **5.9.3 Revisão dos cálculos corrigindo as estimativas de beta e estrutura de capital**

5.9.3.1 *Sobre o suposto erro de cálculo na estimação do retorno real. Menciona que o resultado final deveria ser 11,96%, e não 11,76%, já que é a diferença entre 13,66% e 1,70%.*

Comentário CSPE:

Aparentemente se pretende utilizar uma aproximação linear para converter o retorno nominal a real, o que não é usual em matéria desta conversão, e que gera distorções, considerando o intervalo de valores que se utiliza.

A CSPE utiliza a fórmula tradicional para converter um retorno nominal em um real, conforme pode ser observado na NT N° 2. A expressão utilizada é a seguinte (parâmetros definidos conforme a NT N° 2):

$$WACCr = \frac{1 + WACC}{1 + PI} - 1$$

Aplicando esta fórmula aos valores de custo médio nominal e considerando a inflação, com os valores estimados na NT N° 2, obtém-se um custo médio de capital real de 11,76%.

5.9.3.2 *Sobre que a estimativa apropriada de beta é 0,80 (calculado com os retornos dos últimos 36 meses da ação da Comgás na Bovespa), pois a ação é suficientemente bem negociada, a ponto de fazer parte da carteira do Índice Bovespa. Não caberia, portanto, o contra-argumento de que as cotações não são representativas. Além disso, o uso de dados de empresas do setor nos Estados Unidos se choca contra os problemas apontados acima no item 1 (necessidade de desalavancar e depois alavancar novamente os betas, e o uso de ações de empresas que operam em outro ambiente, inclusive regulatório).*

Comentário CSPE:

A CSPE não formula opinião sobre o exercício quantitativo, pois não se proveu a memória de cálculo detalhada.

Independentemente do mencionado anteriormente, a posição da CSPE sobre este tema foi explicada na questão 5.9.1.3.

5.9.3.3 *Sobre que a proporção apropriada de capital de terceiros é igual a 1/3 (e de 2/3 a de capital próprio), segundo a metodologia defendida pela Comgás,*

*usando as condições correntes de mercado, e não os 40% de capital de terceiros que a NT N° 2 propõe.*

Comentário CSPE:

A CSPE não formula opinião sobre o exercício quantitativo, pois não se proveu a memória de cálculo detalhada.

É importante salientar que o valor adotado na Nota Técnica N° 2 para a estrutura ótima de capital está baseado no que a própria Concessionária divulgou no ano anterior ao da revisão tarifária. Ou seja, se a Concessionária, por sua própria decisão, não está usando a estrutura ótima, as conseqüências dessa decisão não deveriam ser arcadas pelo consumidor nas tarifas do serviço regulado.

A CSPE considera que não se pode transferir, aos usuários do serviço público, um nível de endividamento que não corresponda a um ótimo na gestão financeira. Por tal motivo, escolheu a alternativa metodológica que propôs no Anexo da NT N° 1, como já foi expresso na questão 5.9.1.6.

#### **5.9.3.4 Sobre a proposta quantitativa da Comgás, 13,19% real após os impostos.**

Comentário CSPE:

A Comgás propõe usar o beta adotado pela empresa e 1/3 como nível de endividamento, mantendo todos os outros parâmetros iguais aos utilizados pela CSPE. Deste modo, o custo de capital próprio seria igual a  $(5,14\% + 4,08\% + 1,84\%) + (0,8 \times 8,20\%) = 17,62\%$ , e o custo médio de capital seria:  $WACC = [(1/3) \times (14,28\%) \times (1 - 0,34)] + [(2/3) \times (17,62\%)] = 14,89\%$ , em termos nominais, ou  $14,89\% - 1,70\% = 13,19\%$  em termos reais.

- A proposta utiliza a aproximação linear para converter o retorno nominal a termos reais (ver questão 5.9.3.1). O custo de capital médio, em termos reais, corrigido resulta em 12,97%;
- A proposta apresenta contradições com as propostas metodológicas defendidas pela empresa. Assim, por exemplo, apesar de insistir, em reiteradas oportunidades, que o passado do mercado não explica de modo adequado, termina utilizando médias históricas para todos os parâmetros.
- A proposta assume, sem nenhuma demonstração, que mudanças na estrutura de capital não geram nenhuma variação no custo de capital de terceiros. Salvo que se assuma que, por acidente, adotando-se os valores de custos de capital de terceiros definidos pela CSPE, o novo custo do capital próprio estimado pela Comgás e um terço para o nível de endividamento, resulte na minimização da função do custo de capital médio. Adicionalmente, entende-se que a aplicação do beta estimado em relação ao mercado local sobre o prêmio de mercado estimado para os EUA, sem realizar nenhuma correção sobre estes parâmetros, é inconsistente do ponto de vista conceitual.
- A proposta define o valor dos parâmetros com o único objetivo de maximizar o valor final do custo médio de capital. Uma estimativa consistente deste valor, adotando os critérios metodológicos propostos pela Comgás, geraria um custo médio de capital igual ou menor que aquele apresentado pela CSPE, se fosse garantida a consistência da estimativa.

## **5.10 COMENTÁRIOS SOBRE AS CONTRIBUIÇÕES DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (EAESP-FGV)**

### **5.10.1 Comentários a respeito da Nota Técnica número 2**

*5.10.1.1 Sobre a estimativa de Taxa Livre de Risco. Menciona-se que para a obtenção da taxa livre de risco deve-se optar por bônus dos EUA, tanto em termos nominais como reais (UST e TIPS). Recomenda-se o uso dos valores correntes para sua avaliação.*

Comentário CSPE:

A CSPE concorda com os critérios de seleção da taxa de livre de risco, mas compreende que no marco da presente estimativa, de um custo de capital para os próximos 5 anos para uma atividade regulada, a avaliação deve ser realizada considerando médias históricas. A argumentação da CSPE mais detalhada pode ser vista na questão 5.9.1.1.

*5.10.1.2 Sobre a estimativa de Prêmio pelo Risco de Mercado.*

*Menciona-se que:*

- Não é possível obter o prêmio de mercado diretamente do mercado do Brasil, portanto, recomenda-se utilizar o prêmio do mercado dos EUA;*
- Não é recomendável utilizar um método de aditivo de riscos (onde o beta da Comgás com respeito a esses riscos seria unitário);*
- É recomendável a utilização do método proposto por Lessard (1996);*
- É recomendável estimar os dois betas, que utiliza a metodologia de Lessard, mediante o método do Scholes e Williams. Sugere-se utilizar o IBX como índice de mercado relevante no Brasil.*

*Mesmo no caso de utilizar a metodologia "Country spread", a utilização de médias históricas sobre o EMBI+Brasil não seria adequada.*

Comentário CSPE:

A CSPE concorda com o critério de remeter-se ao mercado dos EUA para a estimativa do prêmio por risco ou de mercado.

Entretanto, na escolha do modelo do CAPM a utilizar, optou-se por um CAPM aditivo, nos termos da FGV, em vez da versão de Lessard ou outra entre as tantas disponíveis. A CSPE expressou claramente que entende que a internacionalização do CAPM, para adequar seus resultados a economias emergentes, constitui um verdadeiro espaço de discussão teórico e empírico. Existem mais de uma dezena de modelos, onde a escolha de um ou outro depende da interpretação que o interessado realize dos distintos prós e contras que cada um apresenta.

No caso particular do modelo do Lessard, a CSPE não escolheu esta modelagem porque seria necessário utilizar o próprio beta da Comgás, já que não existe um conjunto de empresas comparáveis operando no Brasil, o que não é desejável. Essa falta de informações comparáveis faz que esse enfoque, segundo o ponto de vista da CSPE, não tenha consistência regulatória, como explicado em detalhe na questão 5.9.1.3.

Adicionalmente, o método do Lessard requer estimar a covariância entre o retorno esperado no mercado dos EUA e o retorno esperado no mercado do Brasil. Mesmo nos casos em que se utilize um índice menos concentrado, como propõe a FGV (IBX), os mesmos problemas pelos quais não se adota um prêmio por risco estimado sobre o mercado local impactam sobre a estimativa desta covariância. Deste modo, é incorreta a apreciação pela qual se assume que para estimar o Beta(Brasil,EUA) resulta adequado um período de três anos, dado que em economias emergentes, não se deve recorrer a horizontes mais longos. O Beta(Brasil, EUA) não é como outro beta qualquer; deveria ser estimado utilizando o horizonte mais amplo possível, mas infelizmente isto não pode ser feito, pelos motivos anteriormente expostos. Variações no período de tempo, no qual se estima o Beta(Brasil,EUA), geram fortes variações no que é convertido neste método; (observar que o Beta (Brasil, EUA) computado pela FGV é superior a 2 e se multiplica pelo prêmio de mercado), no aspecto mais relevante da estimação do custo de capital, com o agravante que sua replicação, a cada 5 anos pode gerar valores absolutamente díspares, que obriguem a uma revisão metodológica integral da estimativa em cada revisão.

Por outro lado, a CSPE entende que o método que propõe é conceitualmente mais adequado, com respeito à diversificação de riscos estruturais do país ( $r_p$  e  $r_x$ ). A argumentação da CSPE foi expressa na questão 5.9.1.2.

Finalmente, sobre a crítica ao uso de médias históricas para obter o  $r_p$  a partir do EMBI+Brasil, a CSPE expressou sua definição na questão 5.9.1.1.

*5.10.1.3 Sobre o adicional por risco de câmbio. Menciona-se que as estimativas são muito sensíveis ao período de tempo adotado para a estimativa.*

Comentário CSPE:

Efetivamente se for analisada uma janela temporária mais curta e mais próxima do presente, obtém-se um nível de risco cambial um pouco mais alto. É importante mencionar que, qualquer variável financeira no Brasil, que se avalie no ano de 2002 e princípios de 2003, apresenta variações extremas devido à situação política e econômica conjuntamente enfrentadas pelo país. Esta é, justamente, uma das razões para usar médias em vez de valores correntes. A utilização de qualquer outro método, para avaliar esta magnitude, teria enfrentado o mesmo problema.

A CSPE utilizou um período de tempo suficientemente extenso, para suavizar estas volatilidades conjunturais, obtendo valores razoáveis, comparados com outras estimativas (i.e. estimativa da FUBRA, no caso da revisão das distribuidoras elétricas, pela ANEEL). No outro extremo, o período não pode ser muito mais extenso porque as transformações no sistema de mudanças provocaram um período de fortes distorções nestas variáveis, por quase um ano, donde esse período não deve ser computado.

*5.10.1.4 Sobre o prêmio pelo risco do regime regulatório. Menciona-se que é inadequada a utilização da diferença entre o beta dos EUA e o inglês, para a estimativa do ajuste por tipo de regulação.*

Comentário CSPE:

A adição de um ajuste do tipo de regulação sobre o beta é uma prática usual nas estimações de custo de capital na América Latina. O critério por trás desta avaliação é que outros fatores que podem influenciar os betas em duas economias desenvolvidas podem ser desprezados e que, deste modo, a diferença pode ser assumida com um

prêmio vinculado ao tipo de regulação. Considerando que se está comparando os EUA com o Reino Unido, esta hipótese pode ser considerada aceitável.

Os outros riscos que menciona a FGV, como a qualidade das agências reguladoras, o marco jurídico etc., são riscos institucionais já computados no método da CSPE, no parâmetro de risco país.

5.10.1.1. *Sobre a fórmula de alavancagem/desalavancagem dos betas. Menciona-se que é incorreta a utilização do método de Hamada, porque assume o suposto “risk-free debt”. Recomenda-se o procedimento de Kaplan.’*

Comentário CSPE:

O método de Hamada é o método tradicional para a desalavancagem/alavancagem dos betas utilizados pela maior parte dos reguladores do mundo (América Latina, UK, Austrália e Nova Zelândia, EUA) no cômputo do custo de capital.

O uso difundido do método de Hamada, em relação ao de Kaplan, decorre de que, apesar de a revisão da fórmula de Hamada poder ser válida conceitualmente, o método de Kaplan persegue uma precisão, que depende essencialmente das hipóteses assumidas para o beta de dívida. Quer dizer que não gera resultados radicalmente diferentes, e que essas pequenas diferenças obedecem às hipóteses assumidas, e portanto o método não melhora sensivelmente a estimativa e ainda resulta ser menos transparente.

## **6 DELTA**

### **6.1 FATOR X**

*Primeira: a CSPE não apresentou uma proposta para a determinação do Fator X.*

*Segunda: a determinação do Fator X deveria levar em consideração os eventuais ganhos de eficiência que definem a equação econômico-financeira do Plano de Negócios.*

*Terceira: CSPE deveria considerar a recuperação de despesas operacionais e de investimentos de caráter extraordinário.*

**Comentário CSPE:**

No item 3.4 da Nota Técnica referente à metodologia da revisão tarifária é descrita a proposta para a determinação do valor do Fator X de eficiência. Essa determinação leva em consideração os eventuais ganhos de eficiência que definem a equação econômico-financeira do Plano de Negócios.

Como já expressei naquele item da Nota Técnica, para a aplicação efetiva da proposta da CSPE deve ser considerado o Plano de Negócios da Concessionária que resulte finalmente aprovado pela CSPE. A CSPE considerará também casos que sejam referências válidas para a condição atual das concessões de distribuição de gás canalizado no Estado de São Paulo, assim como a necessidade de incentivar a expansão dos serviços.

É importante salientar que a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, apresentada no item 3.6 da Nota Técnica, permite considerar, de forma transparente e objetiva, a recuperação de despesas operacionais e de investimentos de caráter extraordinário, nos casos em que esses custos alterem a condição de equilíbrio econômico-financeiro da concessão definida na revisão tarifária.

### **6.2 TERMO DE AJUSTE K**

*Primeira: necessidade de sua determinação continuar sendo simétrica (para mais ou para menos conforme o caso), após o primeiro ano do terceiro ciclo, para garantir a equanimidade na correção tarifária.*

*Segunda: refere-se ao disposto na 23ª subcláusula da cláusula 13ª aonde se depreende que na determinação da margem obtida (MO), os descontos praticados não serão levados em consideração.*

*Terceira: reconsiderar a forma de cálculo do Fator K, que compara a MM com a MO. Na medida em que a MM resulta da média de projeções de mercado de 5 anos espera-se que em qualquer ano do ciclo, a MM seja diferente da MO, embora sejam atingidos os volumes e mix de vendas projetados em cada período.*

*A proposta é que se adote um mecanismo que permita compensar aplicações indevidas do Fator K. Este mecanismo:*

- calcula a MM conforme definido no Contrato de Concessão;*
- identifica as Mgc (margem máxima de cada classe que produziu a MM);*
- para cada ano do ciclo, calcula uma nova MM (MMt) aplicando as Mgc aos volumes e mix projetados para esse ano;*

- compara a *MMt* de cada ano com a *MO*, obtendo o *Fator K* correto.

#### Comentário CSPE:

Nas sub-cláusulas da Cláusula Décima Terceira de cada Contrato de Concessão, referentes ao Termo de Ajuste K, é definida de forma precisa o método de cálculo desse termo e as demais condições de sua aplicação. Tratam-se de conteúdos específicos do Contrato de Concessão firmado entre o Poder Concedente e a Concessionária. As competências da CSPE, na administração da execução do Contrato de Concessão, estão claramente estabelecidas nas normas legais e regulamentos vigentes e no próprio Contrato. A CSPE não pode, nem deve, reconsiderar formas de cálculo estabelecidas de forma específica no Contrato de Concessão.

## 7 FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

### 7.1 FATOR X

#### *Parágrafo I (Introdução)*

*“A NT N° 1 não dispõe sobre a metodologia de estimação tendência histórica de variação da eficiência da Concessionária, assim como omite a metodologia referente ao cálculo da variação da produtividade em outras Concessionárias brasileiras e internacionais, que seriam levadas em consideração na determinação do Fator X. A nosso ver, essa questão é da maior relevância, visto que diferentes metodologias podem levar a distintos resultados, muitos deles conflitantes e que poderão incorrer em distorções severas no cálculo do fator”*

.....  
*“Sugere-se que sejam explicitadas e discutidas previamente as metodologias que serão empregadas para o cálculo do Fator X de tal sorte que se evite o uso de técnicas com propriedades ruins no estabelecimento da tendência e de comparativos de produtividade. A seguir apresentamos resumidamente algumas técnicas que poderão ser consideradas nessa avaliação” (no parágrafo II do documento são apresentadas três metodologias para o cálculo de produtividade).*

#### Comentário CSPE:

A CSPE concorda plenamente com a FGV – GVconsult, sobre o conceito de que diferentes metodologias podem levar a distintos resultados, muitos deles conflitantes e que podem originar distorções severas no cálculo do Fator X.

A CSPE considera que é essencial que a avaliação da eventual aplicação de uma metodologia, para a revisão tarifária, seja realizada a partir da análise detalhada das condições do setor regulado, na data da revisão, e suas perspectivas para o ciclo tarifário seguinte. Não pode se falar de metodologias boas ou ruins. É mais razoável analisar se a aplicação de uma metodologia é apropriada para as condições do setor regulado.

Como expresso na Nota Técnica N° 1, a condição atual do setor de distribuição de gás canalizado no Estado de São Paulo é caracterizada por um desenvolvimento incipiente, estando muito longe de uma situação de maturidade. No próximo ciclo tarifário e também nos subseqüentes, as atividades de expansão dos serviços terão uma importância muito significativa.

Adicionalmente, o conjunto de empresas reguladas está formado por duas Concessionárias “greenfield” e uma companhia privatizada em 1999, com menos de 400.000 usuários, em uma área de concessão com mais de 25 milhões de habitantes.

Nessas condições, a aplicação dos conceitos e enfoques metodológicos associados à determinação do fator de eficiência de um setor que tenha atingido a situação de maturidade não é válida.

Pelos mesmos motivos, algumas metodologias amplamente utilizadas em setores maduros (caso típico dos serviços básicos de infra-estrutura por redes no Reino Unido) podem conduzir a distorções muito significativas, se aplicadas nas condições atuais do serviço de distribuição de gás canalizado no Estado de São Paulo. É o caso da metodologia da “Produtividade Total dos Fatores”, pela qual são estimados os ganhos futuros de produtividade de gestão da empresa, a partir da análise das séries

históricas do Fator Total de Produtividade (“Total Fator Productivity” – TFP). Essa metodologia considera tendências históricas como base para projetar os ganhos futuros de eficiência. Existem dificuldades para o estabelecimento de históricos de fator de produtividade que sejam representativos no futuro, ainda maiores se são considerados períodos com variações significativas nos principais parâmetros da gestão empresarial (“take-over” da empresa, por exemplo, no marco de um processo de privatização) como base para as projeções.

No caso específico sob análise, a CSPE entende que não pode ser considerado um fator de eficiência para Concessionárias “greenfield”.

Para a empresa Comgás, e como já expresso no item 3.4 da Nota Técnica, a CSPE entende que o único efeito que pode ser considerado na determinação do Fator X é a redução dos custos operacionais (OPEX) que pode ser obtida pela Concessionária, em cada ano do segundo ciclo tarifário, com base na análise do Plano de Negócios que seja aprovado pela CSPE na Revisão Tarifária; e das mudanças tecnológicas e na gestão do serviço de distribuição de gás canalizado, que podem ser razoavelmente previstas para o segundo ciclo tarifário. Essa análise permitirá estabelecer uma evolução dos efeitos de novas tecnologias e procedimentos de gestão, no valor anual dos OPEX, na medida em que esses custos estão apresentados com um nível apropriado de desagregação (por processo e atividade). A determinação do Fator X refletirá o impacto dessa variação dos custos operacionais, no valor da Margem Máxima de cada ano.

## **8 GAS NATURAL SÃO PAULO SUL S.A.**

### **1. DA CONSULTA**

1.1. A GAS NATURAL SÃO PAULO SUL S.A. (“GAS NATURAL”), concessionária de serviços de distribuição de gás canalizado na Área Sul do Estado de São Paulo nos consulta sobre (i) a natureza contábil/fiscal/regulatória da concessão, pela qual pagou ao Poder Concedente, e (ii) a possibilidade de ser considerada na “Base de Remuneração Regulatória” para fins de revisão tarifária e, em assim sendo, por qual valor.

### **2. HISTÓRICO**

2.1. A GAS NATURAL SDG (a “Licitante”), sociedade constituída sob as leis espanholas, participou da licitação promovida pela Comissão de Serviços Públicos de Energia – CSPE (“CSPE”), para a outorga de concessão para exploração de serviços de distribuição de gás canalizado na Área Sul do Estado de São Paulo, nos termos do Edital nº C (“Edital”).

2.2. O Edital previa que a licitação, na modalidade de concorrência, seria a do tipo maior oferta, através de envelope fechado, com a pré-qualificação dos interessados, objetivando selecionar a proposta mais vantajosa para a Administração. Adicionalmente, o Edital previa que a oferta mínima a ser aceita seria de R\$ 95.000.000,00. A Licitante venceu a licitação, tendo apresentado a oferta mais alta, no valor de R\$ 533.800.000,00 (“Valor da Concessão”).

2.3. O objeto da licitação foi devidamente adjudicado à Licitante e, através de autorização expressa do Comissário Geral da CSPE (Fax 020/2000, de 02.05.2000), o pagamento do Valor da Concessão foi efetuado diretamente pela subsidiária brasileira da Licitante, criada para, nos termos do Edital, celebrar o Contrato de Concessão com o Poder Concedente.

2.4. Assim, a GAS NATURAL, nos termos do Edital, assinou, em 31.05.2000, com o Estado de São Paulo, como Poder Concedente, representado pela CSPE, o Contrato de Concessão nº CSPE/03/2000, para a exploração dos serviços públicos de gás canalizado nos municípios localizados na Área Sul do Estado de São Paulo, que compreende as regiões administrativas de Sorocaba e Registro (“Contrato de Concessão”).

2.5. A Quinta Subcláusula da Cláusula Décima-primeira do Contrato de Concessão estabelece revisões tarifárias periódicas a cada 5 (cinco) anos até o final do prazo contratual, as quais compreendem o nível e a estrutura tarifária. Para a realização de tais revisões, a CSPE deve divulgar a metodologia de cálculo que será aplicada na nova estrutura tarifária da concessionária.

2.6. Em 01.08.2003, a CSPE promulgou a Portaria nº 246, a qual dispôs sobre o processo de revisão tarifária das concessionárias de distribuição de gás canalizado e o cronograma de eventos e etapas a serem cumpridos no processo de revisão. Nos termos da Portaria CSPE nº 246/03, a CSPE, em 29.08.2003, apresentou a Nota Técnica nº 1, contendo a proposta metodológica (“Metodologia”) a ser utilizada no referido processo e objeto da audiência pública a ser realizada em 15.09.2003. A Metodologia apresentada, aplica-se, indistintamente, ao processo de revisão tarifária

das três concessionárias de distribuição de gás canalizado do Estado de São Paulo, quais sejam, Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS, Gás Brasileiro Distribuidora S.A. e GAS NATURAL.

2.7. Segundo a Metodologia, serão considerados, para efeito da determinação da Margem Máxima da concessionária, “(i) os custos operacionais (OPEX), vinculados à operação e manutenção dos ativos necessários para a prestação dos serviços, gestão comercial dos usuários, direção e administração da empresa; e (ii) remuneração sobre o capital investido e remuneração do capital investido (CAPEX) nos ativos efetivamente necessários para a prestação do serviço, com os níveis de qualidade exigidos no Contrato de Concessão, de modo a assegurar a viabilidade econômica do negócio”<sup>2</sup>. A Metodologia ainda prevê que os parâmetros básicos da remuneração sobre o capital e do capital a serem adotados são: “(a) o valor dos ativos necessários para prestar o serviço ou a base de remuneração regulatória bruta (“BRR”); (b) a vida econômica e o critério de depreciação de cada um desses ativos; (c) o valor do investimento a ser remunerado ou a base de remuneração regulatória líquida”<sup>3</sup>. (grifamos)

### 3. ARCABOUÇO LEGAL E REGULATÓRIO APLICÁVEL ÀS REVISÕES TARIFÁRIAS DAS CONCESSIONÁRIAS DE SERVIÇO PÚBLICO DE DISTRIBUIÇÃO DE GÁS CANALIZADO

3.1. Antes de adentrarmos no tema, objeto da consulta, torna-se necessário fazer uma rápida análise dos dispositivos legais e regulatórios aplicáveis à revisão tarifária das concessionárias de serviços públicos de gás canalizado do Estado de São Paulo.

3.2. A Constituição Federal (“CF/88”), ao tratar sobre a prestação de serviços públicos, dispõe em seu artigo 175 que:

“Art. 175. Incumbe ao Poder Público, na forma da lei, diretamente ou sob o regime de concessão ou permissão, sempre através de licitação, a prestação de serviços públicos.” (grifamos)

3.3. No tocante à prestação de serviços públicos de distribuição de gás canalizado, a CF/88 os delega aos Estados Federados, conforme prevê o seu artigo 25, § 2<sup>o</sup>:

“Art. 25.....  
.....  
(...)”

<sup>2</sup> Nota Técnica nº 1 – Metodologia para Revisão Tarifária das Concessionárias de Gás Canalizado – item 3 (Descrição do Enfoque Metodológico Proposto) – pág. 8.

<sup>3</sup> Nota Técnica nº 1 – Metodologia para Revisão Tarifária das Concessionárias de Gás Canalizado – item 3.2 (Remuneração Sobre o Capital Investido e do Capital Investido – Parâmetros a serem Determinados) – pág. 10.

<sup>4</sup> § 2º com redação dada pela Emenda Constitucional nº 5, de 15.08.1995.

§ 2º Cabe aos Estados explorar diretamente, ou mediante concessão, os serviços locais de gás canalizado, na forma da lei, vedada a edição de medida provisória para a sua regulamentação.” (grifamos)

3.4. Verifica-se que em ambos dispositivos constitucionais acima transcritos, impõe-se que a prestação dos serviços públicos seja feita “na forma da lei”. Entretanto, nem o parágrafo único do artigo 175 da CF/88 nem tampouco o artigo 25, § 2º da Constituição de Estado de São Paulo estabeleceram de forma explícita se lei federal ou estadual deveria regulamentar os serviços de gás canalizado. A análise dessa matéria é de fundamental importância para a definição da força obrigatória das Leis Federais nºs. 8.987, de 13.02.1995, e 9.074, de 07.07.1995 (que disciplinam as concessões e permissões de serviços públicos, bem como as condições para sua outorga e prorrogação, respectivamente), às concessões de distribuição de gás canalizado, em especial, das regras ali dispostas (principalmente as contidas na Lei nº 8.987/95) sobre política tarifária.

3.5. A CF/88 elencou em seu artigo 22 todas as matérias cuja competência para disciplinar foi outorgada à União. Especificamente quanto às regras de licitação e contratação, o inciso XXVII do art. 22 dispõe que:

“Art. 22. Compete privativamente à União legislar sobre:

(...)

XXVII – normas gerais de licitação e contratação, em todas as modalidades, para as administrações públicas diretas, autárquicas e fundacionais da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, obedecido o disposto no art. 37, XXI, e para as empresas públicas e sociedades de economia mista, nos termos do art. 173, § 1º, III;”

3.5.1. Esse dispositivo foi regulamentado com a edição da Lei nº 8.666, de 21.06.1993, que trata das regras gerais aplicáveis a licitações e contratações feitas pelo poder público, autarquias, fundações e sociedades de economia mista. O vínculo existente entre o disposto no referido inciso com os institutos da concessão e permissão de serviços públicos é de serem tais institutos considerados **modalidades de contratos administrativos**.

3.5.2. Pelo fato de a CF/88 ter dado maior ênfase à autonomia dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal<sup>5</sup>, ao dispor sobre a competência concorrente, a CF/88, nos §§ do seu artigo 24<sup>6</sup>, estabeleceu que caberia à União estabelecer as

<sup>5</sup> FILHO, Marçal Justen. In “Concessões de Serviços Públicos”, Dialética, São Paulo, 1997, pág. 11.

<sup>6</sup> “Art.

24.....

§ 1º No âmbito da legislação concorrente, a competência da União limitar-se-á a estabelecer normas gerais.

§ 2º A competência da União para legislar sobre normas gerais não exclui a competência suplementar dos Estados.

§ 3º Inexistindo lei federal sobre normas gerais, os Estados exercerão a competência legislativa plena, para atender as suas peculiaridades.

§ 4º A superveniência de lei federal sobre normas gerais suspende a eficácia da lei estadual, no que lhe for contrário.”

normas de caráter geral, podendo os Estados baixar regras específicas em relação a essas matérias.

3.5.3. Diante da competência da União em estabelecer normas gerais (desde que ressalvada a competência dos Estados e, depreende-se daí, a do Distrito Federal), resta claro que tanto os Estados, os Municípios como o Distrito Federal possuem competência e autonomia para dispor sobre os serviços públicos cuja competência lhes tenha sido outorgada. Esta é a base do pacto federativo. Nesse sentido, dispõe Marçal Justen Filho:

*“A autonomia de Estados, Distrito Federal e Municípios implica, inafastavelmente, poder para organizar e disciplinar seus próprios serviços públicos. Por princípio, competência para prestar o serviço importa competência para dispor sobre ele.”*

3.6. Assim, utilizando-se tanto a interpretação do inciso XXVII do art. 22 da CF/88 (concessão e permissão = contratos administrativos) como a da competência concorrente prevista nos §§ do art. 24 da CF/88, conclui-se que cabe à União estabelecer regras de caráter geral (no caso, regras relativas à concessão e permissão de serviços públicos), mesmo quando se tratem de serviços cuja competência para a sua prestação é dos Estados, do Distrito Federal ou dos Municípios.

3.7. A lei federal de caráter geral que regulamenta as concessões e permissões de serviços públicos e que também se aplica às concessões de distribuição de gás canalizado é a Lei nº 8.987, de 13.02.1995, complementada pela Lei nº 9.074, de 07.07.1995. No tocante à política tarifária, prevê a Lei nº 8.987/95 o quanto segue:

*“Art. 9º A tarifa do serviço público concedido será fixada pelo preço da proposta vencedora da licitação e preservada pelas regras de revisão previstas nesta Lei, no edital e no contrato.*

*§ 1º A tarifa não será subordinada à legislação específica anterior e somente nos casos expressamente previstos em lei, sua cobrança poderá ser condicionada à existência de serviço público alternativo e gratuito para o usuário.*

*§ 2º Os contratos poderão prever mecanismos de revisão das tarifas, a fim de manter-se o equilíbrio econômico-financeiro.*

*(...)”*

*“Art. 10. Sempre que forem atendidas as condições do contrato, considera-se mantido seu equilíbrio-econômico financeiro.”*

*“Art. 15. No julgamento da licitação será considerado um dos seguintes critérios:*

*(...)*

*II – a maior oferta, nos casos de pagamento ao poder concedente pela outorga da concessão.*

*(...)”*

*“Art. 23. São cláusulas essenciais do Contrato de Concessão as relativas:*

(...)

IV – ao preço do serviço e aos critérios e procedimentos para o reajuste e revisão das tarifas.

(...)”. (grifamos)

3.8. Conforme assegura a CF/88, o serviço de distribuição de gás canalizado no Estado de São Paulo será prestado diretamente pelo Estado ou mediante concessão, “na forma da lei”, como dispõe o art. 122 da Constituição do Estado de São Paulo, descrito a seguir:

“Art.

122.....

(...)

Parágrafo único – Cabe ao Estado explorar diretamente, ou mediante concessão, na forma da lei, os serviços de gás canalizado em seu território, incluído o fornecimento direto a partir de gasodutos de transporte, de maneira a atender às necessidades dos setores industrial, domiciliar, comercial, automotivo e outros.”<sup>7</sup>  
(grifamos)

3.9. Embora não haja dúvida que, no caso de serviços de gás canalizados, a lei aplicável seja a estadual, pois a própria CF/88 (art. 25, § 2º) outorgou competência aos Estados para a sua prestação e, conseqüentemente, para a sua regulamentação, a lei estadual em questão não poderá ser contrária à lei federal de caráter geral, conforme já manifestado anteriormente. Nesse sentido dispõe o parágrafo único do art. 1º da Lei nº 8.987/95:

“Art. 1º As concessões de serviços públicos e de obras públicas e as permissões de serviços públicos reger-se-ão pelos termos do art. 175 da Constituição Federal, por esta Lei, pelas normas legais pertinentes e pelas cláusulas dos indispensáveis contratos.

Parágrafo único. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios promoverão a revisão e as adaptações necessárias de sua legislação às prescrições desta Lei, buscando atender às peculiaridades das diversas modalidades dos seus serviços.”<sup>8</sup>

3.10. Os normativos do Estado de São Paulo que dispõem sobre a outorga de concessões de serviços públicos constituem-se pelas Leis Estaduais nº 7.835, de 8.05.1992, e nº 9.361, de 05.07.1996.

3.10.1 A Lei Estadual nº 7.835/92 disciplina, no que couber (em face das Leis Federais nºs. 8.987/95 e nº 9.074/95), as concessões de obras e serviços públicos no Estado de São Paulo. Para os fins deste parecer, merecem destaque os seguintes artigos:

<sup>7</sup> Redação do parágrafo único dada pela Emenda Constitucional Estadual nº 6, de 18.12.1998.

<sup>8</sup> Segundo Marçal Justen Filho (in “Concessões de Serviços Públicos”, Dialética, São Paulo, 1997, pág. 14), “a regra do parágrafo único do artigo 1º não significa que a aplicação da Lei depende da ‘ratificação’ pela lei local. Nada impede que, ausente a lei, promova-se aplicação dos princípios contidos nas leis federais – exceto naquilo que envolver competência privativa do ente federativo.”

“Art. 1º - A concessão de obras públicas e a concessão e a permissão de serviços públicos reger-se-ão por esta Lei e pelo disposto nos regulamentos, editais de licitação e respectivos contratos ou atos de permissão.”

“Art. 2º - Para os fins desta Lei, considera-se:

(..)

III – concessão de serviço público: a delegação contratual a empresa individual ou coletiva ou a consórcio de empresas, da prestação do serviço público, por sua conta e risco e por prazo certo, remunerada basicamente pela cobrança de tarifas dos usuários.”

“Art. 3º - A concessão de obra e de serviço público, subordinada à existência de interesse público previamente justificado, será sempre precedida de licitação, na modalidade de concorrência.

§ único – O Governador do Estado, mediante ato próprio ou por delegação, definirá o objeto, a área de atuação e o prazo e as diretrizes que deverão ser observadas no edital de licitação e no contrato, inclusive as situações de eventual ocorrência de subconcessão de serviços.”

“Art. 5º - O edital de licitação deverá prever que o julgamento seja feito em função do preço proposto pelo concorrente, salvo quando relevantes razões de interesse público, devidamente justificadas, recomendem a utilização de outro critério objetivo, dentre os demais critérios fixados no art. 42 da Lei nº 6.544, de 22 de novembro de 1989.”

“Art. 11 – A tarifa, cobrada diretamente dos usuários, componente da remuneração devida ao concessionário, devendo ser fixada segundo critérios que propiciem harmonia entre a exigência de prestação e de manutenção de serviço adequado e a justa remuneração da empresa concessionária.”

“Art. 12 – A tarifa será atualizada segundo critérios e prazos fixados no edital.

§ único – Eventuais distorções decorrentes da atualização de que trata este artigo serão corrigidas, em casos excepcionais, mediante revisão da tarifa, levando-se em conta a variação do custo do serviço e a receita de fontes acessórias.”

(grifamos)

3.10.2. A Lei Estadual nº 9.361, de 5.07.1996, que instituiu o Programa Estadual de Desestatização (PED), dispôs sobre a reestruturação societária e patrimonial do setor energético, prevendo expressamente a divisão do Estado de São Paulo em três áreas de concessão distintas para a exploração dos serviços de gás canalizado. Vale mencionar os seguintes dispositivos da referida lei:

“Art. 2º Ficam incluídas no PED:

I – a execução dos serviços e obras públicas, objeto de concessão, permissão ou autorização, observado o disposto nesta lei e na Lei nº 7.835, de 8 de maio de 1992;”

“Art. 10 – A desestatização da execução de serviços ou de obras públicas, efetivada mediante uma das modalidades previstas no artigo 3º, condiciona-se à outorga ou prorrogação, pelo Poder Público competente,

de concessão ou permissão do serviço ou obra objeto da exploração, observada a legislação aplicável.

**§ 1º - Os princípios gerais e as diretrizes específicas aplicáveis à concessão ou permissão, definidos pelo Poder Público competentes, inclusive a minuta do respectivo contrato, deverão constar do edital de desestatização.**

**§ 2º - No caso do setor de distribuição de gás canalizado, será observado o limite máximo de divisão do território do Estado de São Paulo em 3 (três) áreas de concessão.**

**“Art. 11 – Caberá ao concedente ou permitente de cada serviço ou obra:**

***I – estabelecer as condições gerais e os regulamentos específicos a serem observados pelo concessionário ou permissionário, atendido, quando for o caso, o disposto no parágrafo único do art. 3º da Lei nº 7.835, de 8 de maio de 1992, submetendo-se ao Governador do Estado, ouvido o Conselho Diretor, e***

***(...)”***

***(grifamos)***

3.11. Nos termos da Lei Estadual nº 7.835/92, art. 3º § único, e da Lei Estadual nº 9.361/96, art. 11, I (já transcritos acima), nota-se que o legislador estadual conferiu ao próprio concedente, ou seja, ao Governo do Estado de São Paulo, a tarefa de dispor e disciplinar sobre os serviços públicos, estabelecendo as condições gerais e os regulamentos específicos.

3.12. Com efeito, em 10.03.1999, o Governo do Estado de São Paulo promulgou o Decreto nº 43.889, que dispõe sobre o regulamento das concessões e permissões de serviços públicos de gás canalizado no Estado de São Paulo. No tocante às tarifas, dispõe o referido Decreto:

**“Art. 40 – As tarifas dos serviços públicos de distribuição de gás canalizado serão fixadas pela CSPE.**

**§ 1º - O Contrato de Concessão conterá previsão de revisões tarifárias periódicas que levarão em conta fatores econômicos, de mercado, de eficiência e de tecnologia a fim de manter-se o equilíbrio econômico-financeiro do contrato.**

**(...)”**

3.13. Em vista do disposto no art. 40 do Decreto Estadual nº 43.889/99, o qual delega à CSPE a fixação das tarifas, a Lei Complementar Estadual (“LCE”) nº 833, de 17.10.1997, além de criar a CSPE, atribuiu-lhe competência para regulamentar, fiscalizar e controlar os serviços públicos no Estado de São Paulo (diretamente ou através da celebração de convênios com outros órgãos ou agências, caso não disponha de competência para regulamentá-los, fiscalizá-los ou controlá-los).

3.14. A análise dos dispositivos legais citados acima, além de demonstrar que as leis federais sobre concessões – Lei nº 8.987/95 e 9.074/95 – aplicam-se às concessões estaduais, pois são consideradas leis de caráter geral, teve também o propósito de demonstrar que as regras de revisão tarifária previstas no Contrato de Concessão, as quais serão analisadas no item seguinte, possuem o devido respaldo legal, em consonância com o princípio constitucional da legalidade.

#### 4. REGRAS DO CONTRATO DE CONCESSÃO APLICÁVEIS À REVISÃO TARIFÁRIA

4.1. Depreende-se da leitura conjunta do art. 9º da Lei nº 8.987/95, art. 3º, § único da Lei Estadual nº 7.835/92, art. 10, § 1º da Lei Estadual nº 9.631/96 e do art. 40 do Decreto Estadual nº 48.889/99, acima transcritos, que as regras de revisão tarifária devem estar presentes no edital e no Contrato de Concessão.

4.2. No caso em análise, a minuta do Contrato de Concessão, anexa ao Edital (portanto, o próprio Edital), regulou, nas Cláusulas Décima-primeira a Décima-terceira, a política tarifária aplicável durante todo o prazo da concessão, incluindo reajustes e revisões tarifárias.

4.3. Das subcláusulas constantes da Cláusula Décima-primeira do Contrato de Concessão, merecem destaque:

*Quinta Subcláusula – A regulamentação prevê revisões tarifárias ao final de cada período de 5 (cinco) anos, denominado ciclo, sendo que o primeiro deles iniciar-se-á no dia da assinatura deste Contrato e encerrar-se-á no último dia do 5º (quinto) ano, os demais, numerados seqüencialmente, serão subseqüentes ao ciclo inicial. A revisão tarifária compreende o nível e a estrutura, bem como alterações de segmentos e classes das tarifas vigentes.*

*(...)*

*Sétima Subcláusula - Os valores das Margens de Distribuição (Md) serão reajustados com periodicidade anual, a contar da “Data de Referência Anterior”, sendo esta definida da seguinte forma:*

*(...)*

*Décima Quarta Subcláusula - A CSPE publicará a metodologia de cálculo para estabelecimento da nova estrutura tarifária, considerando a alocação de custos e respectivos segmentos de usuários, e que será aplicada a partir da primeira revisão tarifária, nos termos da Cláusula Décima Terceira.*

*(...)*

*Décima Sexta Subcláusula - A CSPE poderá, a qualquer tempo, proceder a revisão das tarifas, visando manter o equilíbrio econômico-financeiro deste Contrato, sem prejuízo dos reajustes e revisões previstos neste Contrato, caso haja variações, para mais ou para menos, significativas nos custos da CONCESSIONÁRIA.*

*(...)*

*Vigésima Primeira Subcláusula - Havendo alteração unilateral do Contrato que afete o seu inicial equilíbrio econômico-financeiro, a CSPE deverá restabelecê-lo, a partir da data da alteração, mediante comprovação da CONCESSIONÁRIA.*

*(...)*

4.4. Dentre vários princípios legais, a determinação das tarifas deve observar o princípio da justa remuneração e o da manutenção do equilíbrio econômico-financeiro do contrato. Dessa forma, e acrescentando-se que o fato de a equação econômica-financeira do contrato ser considerada intangível<sup>9</sup>, os Contratos de Concessão,

<sup>9</sup> Segundo os ensinamentos de Marçal Justen Filho (in “Teoria Geral das Concessões de Serviço Público”, Dialética, São Paulo, 2003, p. 165), “é inalterável a relação entre os encargos e vantagens

amparados pela legislação aplicável, dispõem de regras para manutenção de seu equilíbrio econômico-financeiro ao longo do prazo da concessão. Tais regras normalmente consistem em: (i) reajustes, os quais por conta da legislação em vigor, ocorrem anualmente (v. Sétima Subcláusula, citada acima); (ii) revisões extraordinárias, quando ocorre qualquer circunstância que afete a equação econômica-financeira do contrato, a qual deve ser recomposta a qualquer tempo (v. Décima-sexta e Vigésima-primeira Subcláusulas, citadas acima); e (iii) revisões periódicas, a cada cinco anos, que visam a rever o nível e a estrutura tarifária da concessionária, para o fim de assegurar ao concessionário uma rentabilidade razoável e receitas suficientes para cobrir os custos incorridos em suas operações (v. Quinta e Décima-quarta Subcláusulas, citadas acima).

4.5. Com a atenção para os princípios acima mencionados, passamos a analisar, mais especificamente, as regras acerca da revisão tarifária, previstas na Cláusula Décima-terceira e Subcláusulas do Contrato de Concessão. A Cláusula Décima-terceira dispõe expressamente que:

*“As tarifas tetos a serem aplicadas na prestação dos serviços públicos de distribuição de gás canalizado serão reguladas através de uma metodologia de margem máxima de distribuição, doravante denominada Margem Máxima (MM), que dará à CONCESSIONÁRIA oportunidade de obter uma rentabilidade apropriada sobre o seu investimento.” (grifamos)*

4.5.1. A metodologia a que se refere à cláusula supracitada consistirá:

*Primeira Subcláusula – A metodologia visa permitir à CONCESSIONÁRIA a obtenção de receitas suficientes para cobrir os custos adequados de operação, manutenção, impostos, exceto os impostos sobre a renda, encargos e depreciação, relacionados com a prestação dos serviços de distribuição de gás canalizado, bem como uma rentabilidade razoável.*

4.5.2. Vejamos, a seguir, os critérios que serão levados em consideração para fixação do Po (Margem Máxima inicial que será aplicada durante todo o ciclo) e, principalmente, da base de remuneração dos ativos da concessionária:

*“Quinta Subcláusula – A CSPE aprovará Po após avaliar a receita requerida para cobrir os custos permitidos à CONCESSIONÁRIA, no ciclo, e levando em conta os seguintes fatores:*

*I - estabelecimento de tarifas apropriadas e estáveis para os usuários; e  
II - a oportunidade para a CONCESSIONÁRIA obter uma remuneração apropriada para os seus ativos.”*

*Sexta Subcláusula – Para fixar o valor Po a CONCESSIONÁRIA deverá fornecer à CSPE um plano de negócios que contenha, dentre outras, as seguintes informações:*

- 1. valor da base de ativos da empresa, de acordo com o Plano de Contas a ser publicado pela CSPE;*
- 2. o Plano de Investimento (físico e financeiro), incluindo investimentos*

---

previstos na proposta do contratado e consagrados na contratação. Se houver elevação dos encargos impostos ao particular, deverá produzir-se correspondente elevação de sua remuneração. Denomina-se a isso de princípio da intangibilidade da equação econômico-financeira do contrato administrativo.”

- em reposição de ativos e novas instalações;
3. receitas e custos operacionais, não operacionais e financeiros;
  4. informação relativa a custos históricos e volume de gás canalizado distribuído;
  5. projeções de gás canalizado a ser distribuído; e
  6. custo médio ponderado do capital projetado;
- (...)

Oitava Subcláusula - A CSPE revisará a base de ativos apresentada pela CONCESSIONÁRIA para garantir que somente sejam incluídos ativos relacionados com a prestação do serviço, e que a depreciação tenha sido calculada adequadamente.

(...)

Décima Subcláusula - Para permitir à CONCESSIONÁRIA a oportunidade de obter uma rentabilidade apropriada sobre sua base de ativos, a CSPE levará em conta:

1. a razão dívida/capital próprio da CONCESSIONÁRIA; e
2. o custo de oportunidade do capital.

Décima Primeira Subcláusula - A CSPE considerará, entre outros, para determinar o custo de oportunidade do capital:

1. a rentabilidade de empresas similares no País e em outros países; e
2. as condições de rentabilidade para os investimentos no País.”

(grifamos)

4.6. Pela redação das subcláusulas descritas acima, nota-se que a base de ativos da concessionária servirá de parâmetro para compor um dos itens da Margem Máxima inicial (Po), a ser aplicada durante todo o ciclo tarifário (ou seja, durante os cinco anos seguintes à revisão tarifária).

4.6.1 Adicionalmente, a concessionária deverá apresentar a sua base de ativos, preparada nos termos do Plano de Contas do Serviço Público de Distribuição de Gás Canalizado (“Plano de Contas”)<sup>10</sup>, levando-se em consideração os ativos relacionados à prestação dos serviços, pois conforme a Oitava Subcláusula da Cláusula Décima-terceira acima subscrita, este será o critério adotado pela CSPE para a sua revisão.<sup>11</sup>

4.7. Tendo em vista que tanto o Contrato de Concessão como a Metodologia (v. item 2.7.) enfatizam que a BRR (Base de Remuneração Regulatória) contemplará os ativos relacionados à prestação dos serviços (ou seja, ativos necessários à atividade da concessionária) e que a CSPE levará em conta somente tais ativos para efeitos de revisão tarifária, torna-se fundamental a classificação contábil/fiscal da concessão nesse particular.

## **5. A NATUREZA CONTÁBIL/FISCAL DO VALOR DA CONCESSÃO**

5.1. Pelas regras constantes do Contrato de Concessão e do Plano de Contas, não há qualquer referência à autorização ou proibição expressa quanto ao enquadramento do Valor da Concessão na base de ativos remuneráveis da concessionária para efeitos de revisão. Diante disso, passaremos a analisar se o Valor da Concessão pode ou não ser considerado um ativo e se o mesmo estaria

<sup>10</sup> Disciplinado pela Portaria CSPE nº 22, de 24.11.1999.

<sup>11</sup> Esse item é de suma importância, e estará melhor abordado na Seção seguinte.

*relacionado à prestação do serviço, para fins de enquadramento na regra contratual e metodológica.*

5.2. *Os ativos de uma pessoa jurídica correspondem a aplicações de recursos em direitos patrimoniais ou em bens objeto de direitos patrimoniais, ou, ainda, a outros valores que, embora não sejam objeto de direitos patrimoniais, constituem fonte de benefícios que contribuirão para a formação da renda futura da empresa.*

5.3. *Os elementos do ativo devem ser discriminados e intitulados segundo a sua natureza, a fim de que o leitor do balanço possa aferir não só o grau de solvência da companhia, determinado pela comparação entre os valores totais do ativo e do passivo, mas também o grau de liquidez desta, aferido a partir da relação entre o ativo circulante e o passivo circulante.*

5.4. *De fato, dispõe o art. 178 da Lei nº 6.404, de 15.12.1976 (Lei das Sociedades por Ações – LSA):*

*“Art. 178 - No balanço, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia.*

*§ 1º - No ativo, as contas serão dispostas em ordem decrescente de grau de liquidez dos elementos nelas registrados, nos seguintes grupos:*

- a) ativo circulante;*
- b) ativo realizável em longo prazo;*
- c) ativo permanente, dividido em investimentos, ativo imobilizado e ativo diferido. (...)*”

5.5. *No ativo realizável são classificados o dinheiro e os direitos patrimoniais que se destinam a ser convertidos – direta ou indiretamente – em dinheiro. Se a conversão do ativo em dinheiro se der até o exercício social subsequente ou dentro do ciclo operacional da empresa, será classificado no ativo circulante; caso contrário, será classificado no ativo realizável a longo prazo.*

5.6. *No ativo permanente, por sua vez, são classificados os direitos que não se destinam a ser convertidos em dinheiro, porque a companhia os possui com a finalidade de manter suas atividades, ou como fonte de renda.*

5.7. *O ativo permanente é subdividido em três subgrupos (investimentos, imobilizado e diferido), também segundo o grau de liquidez de seus elementos.*

5.8. *No subgrupo investimentos, são classificadas as aplicações de capital em direitos que a companhia possui como fonte de renda, e cuja permanência no patrimônio da companhia decorre única e exclusivamente de decisão da sua administração, e não de necessidades técnicas ou operacionais. No ativo imobilizado, por sua vez, são classificados os direitos sobre bens que se destinam à exploração do objeto da pessoa jurídica ou à manutenção das suas atividades. Por fim, no ativo diferido são registradas despesas, ou perdas de capital financeiro, sem a contrapartida da aquisição de direitos, e que, por isso, não podem ser recuperadas.*

5.9. *É o que dispõe o art. 179 da LSA:*

*“Art. 179 - As contas serão classificadas do seguinte modo:  
(...)”*

III - em investimentos: as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade da companhia ou da empresa;

IV - no ativo imobilizado: os direitos que tenham por objeto bens destinados à manutenção das atividades da companhia e da empresa, ou exercidos com essa finalidade, inclusive os de propriedade industrial ou comercial;

V - no ativo diferido: as aplicações de recursos em despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social, inclusive os juros pagos ou creditados aos acionistas durante o período que anteceder o início das operações sociais. (...).”

5.10. Nos termos do art. 179, IV, da LSA, os direitos registrados no ativo imobilizado podem ter por objeto bens tangíveis, como máquinas, edificações, terrenos etc., ou intangíveis, como o são os relativos à exploração de marcas e patentes, fundos de comércio, exploração de recursos naturais etc.

5.11. Por meio da concessão outorgada à GAS NATURAL, ela passou a ter o direito de explorar serviços de distribuição de gás canalizado na área Sul do Estado de São Paulo. Assim, a referida concessão tem a natureza de bem intangível que é condição e, portanto, necessário à prestação dos serviços de distribuição de gás canalizado. Conseqüentemente, o valor pago pela GAS NATURAL, isto é o Valor da Concessão, a esse título deve ser registrado no seu ativo imobilizado. Neste particular, a concessão adquirida pela GAS NATURAL pode ser comparada à aquisição de um direito de exploração de patentes.

5.12. Vale ressaltar que o art. 183, V, da LSA determina que os bens do ativo imobilizado serão avaliados pelo custo de aquisição, deduzido do saldo da respectiva conta de depreciação, amortização ou exaustão. Dessa forma, o valor do ativo imobilizado relativo ao direito de exploração do serviço de distribuição do gás canalizado (ou seja, da concessão) corresponde à totalidade do preço pago pela GAS NATURAL, e não ao da oferta mínima prevista no edital de concessão.

5.12.1. Nesse ponto impõe-se um esclarecimento. A oferta mínima, tal qual prevista no Edital, está ali disposta em razão de comando legal, uma vez que a Administração Pública só pode alienar um bem (corpóreo ou incorpóreo) através de um processo licitatório e após a correta avaliação do bem. Assim, a oferta mínima é o valor encontrado por tal avaliação como o menor valor possível pelo qual a Administração Pública pode alienar tal bem sem estar prejudicando o erário ou violando interesse público.

5.13. A classificação dos direitos decorrentes de concessões, como bens do ativo imobilizado, está prevista também na legislação do Imposto de Renda (IR). O art. 325, I, b) do Regulamento do IR, aprovado pelo Decreto n° 3.000, de 26.03.1999 (RIR/99), estabelece que o capital aplicado na aquisição de direitos cuja existência ou exercício tenha duração limitada, tais como concessões, será objeto de amortização, o que é próprio de bens de ativo imobilizado necessários ao desenvolvimento das atividades da pessoa jurídica. A contrapartida dessa amortização é custo operacional para a empresa adquirente da concessão.

5.14. No mesmo sentido é o Acórdão n° 103-0361, proferido pela Terceira Câmara do Primeiro Conselho de Contribuintes (Editora Resenha Tributária, São Paulo, 1976, vol. 9, pp. 86 a 88) que, ao analisar a natureza de valores pagos na

aquisição de direito de concessão de exploração de linhas de ônibus, entendeu tratar-se de bem de ativo imobilizado sujeito à amortização pelo prazo da concessão.

5.15. A GAS NATURAL contabilizou o valor da concessão em seu ativo imobilizado, procedimento que, segundo suas informações, foi chancelado pela CSPE, com base no Plano de Contas por esta elaborado, que, neste particular, atende à legislação comercial e fiscal.

5.16. Vê-se, assim, que, tanto a GAS NATURAL como a CSPE, nada mais fizeram do que observar a legislação contábil, fiscal e regulatória, uma vez que a GAS NATURAL escritura as suas contas de acordo com o Planos de Contas, para adotar essa classificação dada ao Valor da Concessão.

5.17. Portanto, os princípios e regras de direito societário vigentes e aplicáveis à GAS NATURAL determinam que o valor pago pela concessão é um ativo imobilizado relacionado com a prestação dos serviços concedidos, até porque condição desta. Nessa linha, as regras de revisão tarifária previstas no Contrato de Concessão e legislação complementar não eliminam a possibilidade de se considerar o Valor da Concessão para fins de revisão tarifária, uma vez que sobram fundamentos para tanto.

## 6. PRINCÍPIO DA JUSTA REMUNERAÇÃO

6.1. O princípio da justa remuneração consiste no direito atribuível ao concessionário de auferir remuneração adequada em contrapartida da prestação de serviços públicos:

*“A justa remuneração do concessionário é, por conseguinte, imperiosa. A Administração, se o entender, no estabelecimento de política social, poderá determinar tarifas menores e subsidiá-las. Porém não poderá deixar de dar a justa retribuição do capital, que deverá ser amortizado ao longo de toda a concessão<sup>12</sup>.”*

6.2. A justa remuneração é da essência da concessão. O não-atendimento a esse preceito não só atinge economicamente o concessionário de forma direta, mas também, indiretamente, o poder público, na medida em que o concessionário não terá condições de prestar os serviços públicos adequadamente:

*“ A concessão de serviço público produz a exploração empresarial de um serviço público. Isso significa que o concessionário aplicará seus recursos e esforços para prestação do serviço público, mas visando a obtenção de lucro.*

*A adequada remuneração ao concessionário é ponto essencial para o êxito dos projetos de concessão. É imperioso evitar que o concessionário obtenha resultados econômicos abusivos. A tarifa tem de ser a menor possível, nas circunstâncias. O conceito de tarifa ‘módica’ corresponde a essa noção.*

*Mas não haverá viabilidade de obter ou manter a colaboração de particulares sem a garantia de tarifa efetiva e justa. É a perspectiva da exploração econômica que motiva o empresário a participar. Esta é uma questão inerente à concessão, quanto a qual nenhuma novidade se põe,*

---

<sup>12</sup> FIGUEIREDO, Lúcia Valle. In “Curso de Direito Administrativo”, 4ª Ed. São Paulo: Malheiros, 1994. Pág. 88.

*enquanto enfrentada como tema relacionado exclusivamente à órbita do interesse privado.*

*(...)*

*Verifica-se, portanto, que impedir a cobrança de tarifas justas e adequadas não afeta apenas e estritamente o interesse do concessionário. De um modo direto, afeta-se o interesse econômico do empresário. Mas, em termos indiretos, infringe-se o interesse público. Coloca-se em risco a dignidade das pessoas que, no futuro, não terão possibilidade de fruir serviços públicos adequados e satisfatórios.”<sup>13</sup>*

*“Remuneração adequada, justa retribuição do capital, constituem, assim, garantias para o aumento do capital da empresa de maneira a tomar possível a melhoria dos seus serviços, de acordo com as exigências locais e o aperfeiçoamento dos processos técnicos e do material.”<sup>14</sup>*

*“Na observação de Oswaldo Aranha Bandeira de Melo, ‘as tarifas devem ser bitoladas dentro de termos razoáveis, a fim de, por um lado, permitir a difusão do serviço público por toda a população e por outro lado, dar resultado financeiro ao concessionário. Elas se subordinam aos lucros a que tem direito o concessionário pelos serviços prestados’. (...) A garantia de lucro razoável não é senão um meio de possibilitar a constância e a expansão do serviço adequado. (...)”<sup>15</sup>*

6.3. *A remuneração do concessionário deverá levar em consideração diversos fatores. Nos mercados em desenvolvimento, em que o risco de mercado é mais elevado, a remuneração atribuída ao concessionário deverá levar em conta os riscos por ele assumidos em função de projeções incertas de crescimento da demanda:*

*“Ora, a remuneração do capital ou o juro, depende de múltiplos fatores, o mais relevante dos quais, dada a normalidade das outras condições, é, incontestavelmente, o risco. O preço dos capitais dependerá, evidentemente, do grau maior ou menor de risco a que estejam sujeitas as modalidades da sua inversão ou do seu emprego. Uma indústria relativamente recente, ou cuja tecnologia esteja em progresso, oferece, obviamente, maiores riscos ao capital do que uma indústria mais antiga ou cujas perspectivas de mudanças ou inovações na sua tecnologia sejam relativamente destituídas de importância.”<sup>16</sup>*

6.4. *Diferentemente da COMGÁS que, ao tempo de sua privatização, já dispunha de uma infra-estrutura e base de clientes, no caso da GAS NATURAL (semelhante ao da Gás Brasileiro), o governo licitou áreas sem qualquer infra-estrutura (denominadas de “green-fields”), exigindo o pagamento pela outorga da respectiva concessão. Ou seja, como já dito anteriormente, sem que tal preço fosse pago (“maior oferta”), não haveria concessão, e, por conseguinte, não haveria prestação de serviços de distribuição de gás canalizado na Área Sul do Estado de São Paulo.*

---

<sup>13</sup> FILHO, Marçal Justen. In *“Teoria Geral das Concessões de Serviço Público”*, São Paulo: Dialética, 2003, págs. 68 e 69.

<sup>14</sup> CAVALCANTI, Themistocles Brandão. In *“Tratado de Direito Administrativo”*, Vol 2. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1956. p. 407.

<sup>15</sup> TÁCITO, Caio. In *“Direito Administrativo”*, São Paulo: Saraiva, 1975. p. 243.

<sup>16</sup> CAMPOS, Francisco. In *“Direito Administrativo”*, Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1943. p. 154

6.5 No entender de Marçal Justen Filho<sup>17</sup>, a concessão figuraria como um custo da transação, resultado do dimensionamento do risco que o particular resolveu assumir ao apresentar a proposta e as expectativas que projetou sobre a evolução da atividade, sendo tais riscos e expectativas dimensionados pelas tarifas fixadas pelo poder concedente e todas as regras de reajuste e revisão tarifários. Assim, tendo levado em consideração todos esses fatores e apresentado a proposta, o valor do investimento precisa ser remunerado para garantir ao concessionário uma rentabilidade suficiente para arcar com os custos e aferir lucro.

6.6. Assim, não admitir que o Valor da Concessão possa ser considerado um ativo imobilizado, relacionado ao serviço e, portanto, enquadrável na base de remuneração de ativos da GAS NATURAL para efeitos de revisão tarifária, seria negar o princípio da justa remuneração do concessionário.

6.7. Aliás, como veremos a seguir, o próprio Poder Concedente, ao determinar que a licitação fosse de “maior oferta”, assumiu o risco de que o valor pago pela GAS NATURAL na licitação poderia estar refletido no valor da tarifa praticada.

## 7. LICITAÇÃO DO TIPO MAIOR OFERTA

7.1. Nos termos do art. 5º da Lei Estadual nº 7.835/92 (transcrito no item 3.10.1 acima), a modalidade de licitação utilizada para a outorga da concessão objeto do Edital foi a de maior oferta, prevista na Lei nº 8.987/95, em seu art. 15, inciso II (v. item 3.7. acima).

7.2. Diferentemente da modalidade “menor tarifa” (art. 15, inciso I da Lei nº 8.987/95), na qual o licitante ganha a licitação ao apresentar a menor tarifa a ser cobrada do usuário, nas licitações da modalidade “maior oferta”, há o pagamento como contraprestação da outorga da concessão pelo licitante ao poder público. Nesse caso, na modalidade “menor tarifa”, o usuário é duplamente beneficiado, pois além de se beneficiar da menor tarifa (em relação às demais propostas), não precisa custear o preço pago pela aquisição do direito de explorar o serviço público.

7.3. Na lição de Marçal Justen Filho<sup>18</sup>, a submissão da licitação ao critério da maior oferta seria uma forma de transferir riqueza indiretamente ao Estado, sem subordinação ao regime tributário. Inobstante à crítica feita a esta modalidade, o autor não deixa dúvida quanto ao resultado prático da adoção da mesma, ou seja, a elevação da tarifa:

*“Em termos práticos, isso significa a elevação da tarifa para abranger não apenas o custeio direto e imediato dos serviços públicos, mas também uma espécie de plus-valia em prol do Estado. Assim, a tarifa paga pelo usuário é não apenas uma contraprestação pelos serviços a ele oferecidos, mas também um pagamento em benefício dos cofres públicos.”*

(...)

*“Se a licitação fosse de maior oferta (...). Como decorrência, a tarifa a ser praticada seria mais elevada, eis que se destinaria a amortizar não*

<sup>17</sup> In “Teoria Geral das Concessões de Serviço Público”, São Paulo. Dialética. 2003, pág. 198.

<sup>18</sup> In “Teoria Geral das Concessões de Serviço Público”, São Paulo. Dialética. 2003, págs. 71 e 72 e 260.

*apenas os investimentos no serviço público propriamente dito, mas também aqueles pagamentos realizados em favor do poder concedente.”*

7.4. *Ainda que a modalidade adotada pelo Estado ao licitar a Área Sul seja considerada a alternativa mais onerosa ao usuário (e a concessionária não pode ser punida por esta decisão do Estado), a tarifa invariavelmente deverá contemplar esse componente, sob pena de assim não se fazendo, violar os princípios da justa remuneração e o da manutenção do equilíbrio-econômico financeiro do contrato. Nas sempre boas palavras de Marçal Justen Filho, “o critério de julgamento da licitação envolve tema essencial ao sucesso ou frustração da outorga.”*

7.5. *Cumpri-nos esclarecer, em que pese um possível incremento de ônus tarifário ao usuário, em razão do reconhecimento de que o Valor da Concessão deve ser considerado na revisão tarifária da GAS NATURAL, fato é que, na prática, ante a alta competitividade de outros insumos energéticos com o gás natural, as concessionárias de distribuição de gás canalizado no Estado de São Paulo não praticam a tarifa-teto, autorizada pela CSPE, mas na verdade, praticam tarifas muito inferiores, sempre tendo como objetivo praticar um preço competitivo com esses outros insumos energéticos, porém, dentro do limite permitido pelo órgão regulador. Portanto, na prática, o usuário não estará arcando com esse suposto “ônus” extra, uma vez que estará pagando o que a concessionária pode cobrar dentro deste mercado competitivo.*

## **8. CONCLUSÕES**

8.1. *Conforme demonstrado acima, somos da opinião de que, com base na legislação societária, fiscal e regulatória, o Valor da Concessão deve ser considerado na revisão tarifária e, consequentemente, incorporado à BRR da GAS NATURAL pelas razões expostas a seguir:*

- 8.1.1. *o Valor da Concessão é um ativo imobilizado, conforme demonstramos no item 5, sujeito às regras de amortização e de depreciação;*
- 8.1.2. *a concessão é a condição essencial para prestação do serviço de distribuição de gás canalizado, razão por que deve ser considerada um ativo relacionado à prestação do serviço, para fins do disposto nas cláusulas pertinentes do Contrato de Concessão e da Metodologia (v. item 5);*
- 8.1.3. *caso o Valor da Concessão não integre a BRR, poder-se-ia estar negando o princípio da justa remuneração do concessionário, bem como violando o princípio do equilíbrio econômico-financeiro do Contrato de Concessão (v. item 6);*
- 8.1.4. *tendo sido adotado o critério para o julgamento da licitação na modalidade de maior oferta, é de se esperar que o Valor da Concessão pago ao poder concedente pela outorga seja remunerado via tarifa (v. item 7);*

**Comentário CSPE:**

[Ver Comentário da CSPE em resposta ao pleito formulado na questão 9.2.1 \(conjunto de questões 9 Gás Brasileiro Distribuidora S.A. e Gás Natural São Paulo Sul S.A.\).](#)

## **9 GÁS BRASILIANO DISTRIBUIDORA S.A. E GÁS NATURAL SÃO PAULO SUL S.A.**

*Ref.: Consulta Pública sobre Nota Técnica nº 1, de 29/8/2003 - Metodologia para Revisão Tarifária das Concessionárias de Gás Canalizado.*

*Prezado Senhor Comissário Geral,*

*Gas Natural São Paulo Sul S.A. e Gás Brasileiro Distribuidora S.A. vêm por meio desta apresentar seus comentários quanto à Nota Técnica supra-referenciada, no âmbito da Consulta Pública promovida por essa r. Comissão, propondo ao final determinadas adequações julgadas necessárias.*

### **9.1 CARACTERÍSTICAS E DIFICULDADES ESPECÍFICAS ENFRENTADAS PELAS CONCESSIONÁRIAS NAS ÁREAS SUL E NOROESTE**

*Inicialmente é importante frisar que as concessões das áreas Sul e Noroeste se inserem num amplo programa que pretende levar o gás natural canalizado a todas as regiões do Estado de São Paulo, como fator de desenvolvimento econômico e bem-estar social.*

*Sob tal propósito, no final dos anos 90, o Conselho Diretor do Programa de Desestatização recomendou, e o saudoso Governador Mario Covas decretou, a outorga de três concessões distintas: uma para a Grande São Paulo e região, que permaneceria com a COMGÁS, e outras duas para as regiões Sul e Noroeste, que foram adquiridas pela Gas Natural e Gás Brasileiro, respectivamente.*

*Das três regiões concedidas, apenas a área da COMGÁS dispunha de infra-estrutura pré-existente de gás canalizado. As duas outras regiões não tinham qualquer infra-estrutura, sendo, portanto, áreas “virgens”, ou, no jargão do setor, áreas “green-field”.*

*O grande desafio legado pelo Governador Covas é criar, nas áreas Sul e Noroeste, todo um sistema de distribuição de gás, partindo-se do marco zero. Para atingir tamanho desafio, a política tarifária é instrumento essencial para assegurar justa remuneração aos investidores, de um lado, e garantir tarifas módicas aos usuários, de outro lado.*

*A Metodologia de revisão tarifária proposta pela CSPE, a nosso ver, passa ao largo de várias características e necessidades específicas das Concessionárias das áreas “green-field”. Sem uma compreensão das características, necessidades e problemas particulares dessas áreas, corre-se o risco de aprovar-se uma Metodologia que inibirá os investimentos necessários ao desenvolvimento do gás nessas localidades, o que frustraria tanto as Concessionárias quanto a população.*

*Vejamos os elementos que distinguem o desenvolvimento do gás nas regiões “green-field”:*

#### *Singularidade das Concessões para Exploração das Áreas “Green-field”.*

*A Metodologia proposta é claramente direcionada a concessionárias que operam sistemas de distribuição já implantados há vários anos. Metodologia semelhante foi recentemente aplicada no setor elétrico, envolvendo concessionárias com longo*

histórico de operações. No setor gasista de São Paulo, entretanto, apenas a COMGÁS preenche os pressupostos requeridos pela Metodologia.

Diferentemente da COMGÁS, a Gas Natural e a Gás Brasileiro adquiriram concessões de áreas desprovidas de qualquer infra-estrutura de distribuição de gás, chamadas, como visto acima, de “green-field”. Experiências no desenvolvimento de mercados de gás natural em áreas “green-field” indicam que a maturidade nessas áreas ocorre somente após dez anos de operações. Ocorre que a Gas Natural e a Gás Brasileiro iniciaram suas operações há apenas poucos meses.

A Nota Técnica nº 1 muito bem estabelece que, nos casos da Gás Brasileiro e Gas Natural, “a CSPE adequará o nível de exigência e grau de profundidade do pedido de informações”. Entendemos, todavia, que apenas a adequação das informações do Plano de Negócios não será suficiente para evitar distorções na revisão tarifária. As tarifas das concessionárias “green-field” não podem ser revisadas pelos mesmos critérios de uma empresa madura. A condição de “green-field” necessita ser ponderada em todo o processo de revisão tarifária. Do contrário, corre-se o risco de se criar uma estrutura tarifária inadequada e injusta, tanto para as Concessionárias quanto para os Usuários, uma vez que inibirá a expansão do sistema.

- Mudanças nos cenários econômico e energético  
São de conhecimento público as mudanças ocorridas nos cenários econômico e energético, desde a assinatura dos Contratos de Concessão, as quais afetaram profundamente os mercados, com fortes repercussões nos programas de captação das Concessionárias, em particular aquelas das áreas “green-field”. Dentre as várias alterações verificadas pode-se citar:
  - (i) a variação da taxa cambial, passando de 1,8 R\$/US\$ em 1999 para 4,0 R\$/US\$ no final do ano de 2002, estando atualmente na casa dos 3,0 R\$/US\$;
  - (ii) mudanças regulatórias nos setores de petróleo e gás natural, passando-se do regime de preços administrados ao de preços livres, desvinculando-se o preço do gás natural nacional e importado ao preço do óleo combustível de alto teor de enxofre;
  - (iii) continuidade da produção e comercialização de óleos combustíveis ultraviscosos, contrariando a Portaria da ANP que determinava a eliminação gradativa desses óleos com a modernização das refinarias de petróleo.
  - (iv) fracasso do Programa Prioritário de Termelétricidade, que em 2000 contava com quase 50 usinas termelétricas a serem abastecidas com gás natural mas que, três anos após, teve o seu número reduzido a pouco mais de uma dezena, com a agravante de que aquelas já construídas não estão operando em razão da situação atual de “sobra” de energia elétrica no mercado.

Tais fatos impediram e continuam impedindo a competitividade do gás natural diante de outros energéticos. O mercado foi distorcido a tal ponto que, em determinado momento, o preço do gás natural pago pela Distribuidora no “city-gate” chegou a ser superior ao preço do óleo combustível pago pelo consumidor. Portanto, a Metodologia de revisão tarifária deve considerar mecanismos que permitam às Concessionárias restabelecer a competitividade do gás no atual mercado.

- Classificação das Concessões adquiridas pela Gas Natural e Gás Brasileiro  
No leilão de privatização da COMGÁS e das várias concessionárias do setor elétrico, as empresas vencedoras adquiriram ações do capital dessas

concessionárias. Não houve pagamento específico pela outorga da concessão. As concessionárias privatizadas prestam diretamente os serviços concedidos e detêm diretamente os ativos operacionais, que são remunerados pela tarifa.

Ao contrário da COMGÁS e das distribuidoras de energia elétrica, a Gás Brasileiro e a Gas Natural SPS não adquiriram outras companhias concessionárias, mas sim as próprias Concessões. A Concessão é por natureza um direito que permite às suas Concessionárias/adquirentes explorar diretamente os serviços de gás canalizado. De acordo com as regras contábeis e fiscais aplicáveis (inclusive o Plano de Contas aprovado pela CSPE), esse direito classifica-se como ativo da Concessionária, ativo esse diretamente relacionado (na verdade, essencial) à exploração do serviço.

## 9.2 PROPOSTAS DE ADEQUAÇÃO DA METODOLOGIA

Considerando os aspectos acima citados, a Gas Natural SPS e a Gás Brasileiro vêm apresentar as seguintes propostas, que entendem necessárias para viabilizar a manutenção da expansão dos seus sistemas de distribuição:

### 9.2.1 Adotar a atual Margem de Distribuição como piso para a Margem Máxima

Tendo em vista as singularidades das concessões “green-field”, aliada às dificuldades econômicas e setoriais enfrentadas no primeiro ciclo, seria extremamente complexo e questionável calcular-se a Margem Máxima do segundo ciclo de acordo com os mesmos critérios, históricos e benchmarks aplicáveis a empresas maduras.

Portanto, propomos que, para o segundo ciclo, a Margem Máxima tenha como piso mínimo o valor equivalente à atual Margem de Distribuição (Md), vigente no primeiro ciclo. O que se deseja, com esta proposição, é manter-se pelo menos as atuais margens de distribuição, de modo a viabilizar os programas de investimentos em curso, inclusive aqueles para atendimento às metas mínimas estabelecidas nos Contratos de Concessão.

Propomos também que, durante o segundo ciclo, para fins do cálculo da MOT (Margem Obtida), a RCDt (Receita Calculada aos volumes com Descontos) seja calculada através da aplicação da margem das tarifas com descontos. A aplicação de descontos nos primeiros anos é necessária para permitir às Concessionárias competir em igualdade de condições frente a outros combustíveis, desenvolvendo assim o mercado de gás natural no Estado de São Paulo.

#### Comentário CSPE:

A CSPE concorda que as concessões “greenfield” apresentam singularidades que justificam um tratamento regulatório específico.

A esse respeito, para essas concessões, a CSPE considerará o valor equivalente à Margem de Distribuição (Md), vigente no período imediatamente anterior ao da data de aplicação da revisão tarifária, como o associado ao atendimento das metas mínimas estabelecidas nos Contratos de Concessão.

A CSPE poderá fixar novos valores da Margem Máxima de distribuição para o segundo ciclo tarifário, associados a Planos de Negócios apresentados pelas Concessionárias com investimentos que superem as metas mínimas, contemplando o efeito desses investimentos no equilíbrio econômico-financeiro do Contrato de Concessão.

### **9.2.2 Estabelecer uma estrutura tarifária a mais próxima da atual**

*Pelos mesmos argumentos da proposta anterior e considerando que a distribuição de gás natural, ainda no segundo ciclo, estará concentrada basicamente em um único segmento de usuários (o industrial), propõe-se que a Metodologia permita que as Concessionárias “green-field” mantenham, no segundo ciclo, uma estrutura tarifária a mais próxima possível da atual.*

Comentário CSPE:

A CSPE avaliará a razoabilidade da estrutura tarifária atual das Concessionárias “greenfield” e estabelecerá os ajustes e modificações que sejam considerados necessários ou convenientes, no marco do estabelecido no respectivo Contrato de Concessão.

### **9.2.3 Base de Remuneração Regulatória**

*A Metodologia deve esclarecer expressamente que, na Base dos Ativos das Concessionárias “green-field”, será considerado pelo menos o valor correspondente à “oferta mínima” prevista nos respectivos Editais.*

*Nas considerações acima expostas foi demonstrado que as Concessões nas Áreas Sul e Noroeste são legalmente classificadas como ativos das Concessionárias, sendo também diretamente relacionadas à prestação do serviço concedido. As Concessionárias fazem jus, portanto, à remuneração adequada desse ativo.*

*Além disso, no plano jurídico, a Metodologia deve observar os princípios legais que garantem a fixação da tarifa pelo “preço da proposta vencedora”. No caso das áreas “green-field” em questão, o Poder Concedente optou pela modalidade de licitação de outorga onerosa, pela “maior oferta”, diferentemente de certos projetos “green-field” em outros setores, onde se optou pela modalidade de “menor tarifa” ou “menor receita permitida”. As propostas financeiras da Gas Natural e da Gás Brasileiro foram devidamente adjudicadas. Os valores foram pagos ao Erário. Caso a Metodologia não reconhecesse pelo menos o valor das ofertas mínimas, ela estaria contrariando as regras de licitação escolhidas pelo próprio Poder Concedente.*

*As Concessionárias pedem vênias para anexar ao presente pareceres jurídicos que corroboram o entendimento acima.*

Comentário CSPE:

O comentário da CSPE incluído como resposta ao pleito formulado na questão 9.2.1 faz desnecessária a consideração da Base de Remuneração Regulatória com fins de fixação das tarifas de distribuição de gás canalizado.

#### 9.2.4 WACC

As premissas e a metodologia usadas para o cálculo de alguns parâmetros do WACC são, em alguns casos, bastante divergentes dos preceitos que as concessionárias têm sobre remunerações de investimentos no Brasil, e achamos oportuno comentar a proposta de definição do custo de capital, com o objetivo de evitar precedentes inadequados frente à futuras negociações dos nossos Contratos de Concessão.

Entendemos que há flexibilidade nas premissas, mas os custos propostos para remunerar o capital do investidor (13,66% aa nominais e 11,76% aa reais) diferem de forma razoável das nossas expectativas mínimas.

Entendemos que os principais pontos da proposta que precisam de uma maior discussão são:

**Risco país (Rp)** - Entendemos que não deve ser diminuído nada de EMBI+Brasil (valor médio de 8,29% aa). Diminuir o risco de crédito Brasil do cálculo do risco país (risco soberano total) é como dizer que o risco do ativo (empresa) é totalmente independente do risco do crédito do país onde são desenvolvidas suas atividades.

**Taxa livre de risco (Rf)** - O período de análises 1998-2003, considera um período de recessão econômica dos E.U.A (desaceleração e pós 11/09/01), e deveria considerar um período recente só que maior (Ex. 1995-2003 – 8 anos), para efetuar uma média mais justa.

**Beta (B)** – A metodologia utilizada para calcular este parâmetro é muito questionável, no entanto, existem análises que justificam a existência de betas-coeficientes de correlação de risco de negócio com a carteira ideal de ações – variáveis em função do grau de maturidade do negócio. Considera-se 0,66 para Comgás. A beta das Greenfields deveria ser maior ou deveria estar incluída uma componente de RT (adicional de risco por tamanho em empresas de patrimônio pequeno)

**Custo de Capital (Kd)** – As premissas para o cálculo do custo da dívida são irreais. Poderia se utilizar uma metodologia mais simples, supondo para as distribuidoras de gás do estado de SP, premissas do custo da dívida baseadas no acesso ao mercado da dívida brasileira (CDI, debêntures, TJLP e outros) em melhores condições e num mix favorável (mantendo a linha da CSPE de incentivos para a procura de custos financeiros mais baixos).

Além disto, neste ponto, é muito importante ressaltar que empresas como Gas Natural SPS e Gás Brasileiro neste momento têm uma relação  $D/(D+E)$  muito alta e têm muita dificuldade para obter financiamento de curto prazo nos mercados locais de dívida, e isto se reflete muito bem no RT (adicional por risco de tamanho).

**Estrutura de Capital ( $D/(d+E)$ )** – Deveria se estabelecer uma regra que determine a partir da estrutura de capital, observado e apresentado pela empresa no seu Business Plan para o próximo quinquênio, qual é a posição da empresa dentro de uma faixa estabelecida: mínima, intermediária ou máxima.

#### 9.2.5 Fatores “X” e “K”

Não aplicar os Fatores “X” e “K” para o segundo ciclo tarifário das Concessionárias “green-field”.

9.2.5.1 O Fator “X” tem por objetivo ponderar a tendência do incremento de eficiência operacional da Concessionária, cuja determinação levaria em conta, de acordo com estabelecido na Nota Técnica nº 1, “a tendência histórica da eficiência da Concessionária, padrões internacionais de eficiência na indústria, índices de produtividade de longo prazo, economias de escala e comparações com outras Concessionárias no Brasil”. A aplicação desses parâmetros de avaliação, no segundo ciclo, não faz o menor sentido para as empresas atuando em áreas “green-field”, exatamente porque, nesse período, essas áreas ainda estarão em período de desenvolvimento.

#### Comentário CSPE:

A CSPE concorda que a aplicação do fator de eficiência (X) é adequada em concessões que tenham atingido um certo nível de desenvolvimento e maturidade. No caso das concessões “greenfield”, os aspectos a serem considerados na determinação do Fator X, segundo o estabelecido no Contrato de Concessão não resultam aplicáveis, tendo em conta a condição de desenvolvimento dessas empresas. Pelos motivos expostos, para as concessões “greenfield” o Fator X de eficiência será fixado pela CSPE em zero para o segundo ciclo tarifário.

9.2.5.2 Quanto ao Fator “K”, também não faz sentido aplicá-lo neste momento para as áreas “green-field”. O Fator “K”, tal como previsto nos Contratos de Concessão, é elemento importante para controle da modicidade e justiça tarifárias. Contudo, para cumprir seu objetivo eficientemente, o Fator K exige um mínimo de previsibilidade das margens de distribuição, a partir da qual é possível penalizar a concessionária por desvios em suas previsões de margem. Ocorre que, no estágio embrionário em que se encontram as concessionárias “green-field”, há ainda grande concentração de receita em um número pequeno (e extremamente volátil) de usuários industriais. No caso de inadimplência de alguns desses usuários, ou de conquista de alguns poucos outros, as projeções de margem podem sofrer enorme variação, para cima ou para baixo. Se forem aplicadas as regras de redução (ou aumento) da margem máxima nesse estágio inicial de operações, haverá grave risco de distorções na margem máxima, em prejuízo das concessionárias e dos próprios usuários.

#### Comentário CSPE:

Nas sub-cláusulas da Cláusula Décima Terceira de cada Contrato de Concessão, referentes ao Termo de Ajuste K, é definida de forma precisa o método de cálculo desse termo e as demais condições de sua aplicação. Tratam-se de conteúdos específicos do Contrato de Concessão firmado entre o Poder Concedente e a Concessionária. As competências da CSPE, na administração da execução do Contrato de Concessão, estão claramente estabelecidas nas normas legais e regulamentos vigentes e no próprio Contrato. A CSPE não pode, nem deve, reconsiderar formas de cálculo estabelecidas de forma específica no Contrato de Concessão.

#### 9.2.6 Reconhecer gastos diferidos

A abertura de mercados em áreas “green-field” exige das Distribuidoras o desenvolvimento de programas de captação que representam investimentos adicionais àqueles da implantação em si das infra-estruturas de redes de

*distribuição ou dos custos operacionais normais. É o caso, por exemplo, dos programas de incentivo ao uso do gás natural no segmento residencial. É, portanto bastante razoável que tais gastos sejam reconhecidos como gastos diferidos.*

#### Comentário CSPE:

A CSPE avaliará o Plano de Negócios apresentado por cada Concessionária, o que deverá incluir todos os custos operacionais e de investimentos necessários para permitir sua execução efetiva e eficiente. No cálculo da Margem Máxima de distribuição, a CSPE considerará todos os itens de custo requeridos para o desenvolvimento do Plano de Negócios aprovado, valorados segundo critérios de eficiência na gestão.

### 9.3 CONCLUSÃO E PEDIDO

*Pelo exposto, entendemos que as Concessionárias das áreas “green-field” devem receber um cuidado especial do regulador, haja vista as dificuldades naturais que estas enfrentam para implantar um sistema de gás a partir do marco zero, sofrendo a concorrência de vários outros energéticos, cumprindo as Metas dos Contratos de Concessão, e, ainda, tendo que concentrar suas vendas em uma base pequena e volátil de usuários.*

*A tais dificuldades naturais, somem-se as ocorrências extraordinárias e imprevisíveis ocorridas no País desde 1999, particularmente no setor gasista. As premissas de competitividade do gás e de expansão desse mercado foram frustradas por uma infeliz combinação de crises macro-econômicas, alterações na regulamentação federal do setor energético, e paralisação do programa de usinas termelétricas. Se tais mudanças são, por si mesmas, críticas para qualquer empresa, imagine-se o seu impacto para concessionárias “green-field”, que têm rigorosos Planos de Metas a cumprir e mercados a conquistar.*

*A maior dificuldade para aplicação Metodologia proposta às Concessionárias é o fato de que essas empresas estão operando há apenas poucos meses. Os critérios, informações e estimativas requeridos pela Metodologia partem da premissa de que as Concessionárias já teriam operado e usufruído receitas suficientes nos primeiros cinco anos do primeiro ciclo, podendo no segundo ciclo recompor sua estrutura tarifária. Não foi o que aconteceu, a despeito do enorme esforço das Concessionárias.*

*Assim, as Concessionárias vêm respeitosamente formular os seguintes pedidos a essa respeitável Comissão:*

**9.3.1** *Dada a indisponibilidade de dados e projeções realistas para informar a revisão tarifária já para o início do segundo ciclo, em decorrência do pouco tempo de operações e da grande sensibilidade das Concessionárias “green-field” à volatilidade de seus mercados, pede-se que a CSPE prorogue a estrutura tarifária atual, por tempo que entender razoável, até que se disponham de maiores elementos para fundamentar a revisão tarifária nos moldes da Metodologia proposta à COMGÁS; e*

#### Comentário CSPE:

Ver comentário da CSPE ao pleito formulado na questão 9.2.1 deste documento.

**9.3.2** *Independentemente da prorrogação acima solicitada, tendo em vista que as Concessionárias deverão obedecer à Metodologia de revisão tarifária em um determinado estágio de suas operações, solicita-se incorporar os ajustes sugeridos no capítulo II, acima.*

Comentário CSPE:

Ver comentários da CSPE aos pleitos formulados na questão 9.2.1 deste documento.

*As providências ora solicitadas, Digno Comissário, são essenciais para realizar o desafio de expandir os serviços públicos de gás à população de todo o Estado, com o qual todos nos comprometemos, e para o qual não pouparemos esforços e dedicação.*

**9.3.3** *Sobre o Risco país (Rp). Menciona-se que não deve ser diminuído nada do EMBI+Brasil (valor médio de 8,29% aa). Diminuir o risco de crédito Brasil do cálculo do risco país (risco soberano total) é como dizer que o risco do ativo (empresa) é totalmente independente do risco de crédito do país onde são desenvolvidas suas atividades.*

Comentário CSPE:

A CSPE entende que a não-subtração do risco de crédito do risco soberano, no cálculo do risco país, gera uma duplicação na consideração dos distintos prêmios por risco. Esta observação está analisada mais detalhadamente na questão 5.9.1.4.

**9.3.4** *Sobre a Taxa livre de risco (rf). Menciona-se que o período de análise 1998-2003, considera um período de recessão econômica dos E.U.A (desaceleração e pós 11/09/01), e deveria ser considerado um período recente, porém maior (Ex. 1995-2003 – 8 anos), para efetuar uma média mais justa.*

Comentário CSPE:

A desaceleração da economia dos EUA não começa em 1998. Pelo contrário o período 1998 – 2001 é um período de auge muito importante onde, por exemplo, o rendimento anual do bônus a 10 anos do Tesouro dos EUA chegou a 7%. O período utilizado pela CSPE incorpora um período de auge e a desaceleração conseqüente. A CSPE entende que uma média de 5 anos otimiza o compromisso entre suavização das volatilidades e prevenção da utilização de informações de um passado muito distante.

**9.3.5** *Sobre o Beta ( $\beta$ ). Menciona-se que a metodologia utilizada para calcular este parâmetro é muito questionável; no entanto, existem análises que justificam a existência de betas – coeficientes de correlação de risco de negócio com a carteira ideal de ações – variáveis em função do grau de maturidade do negócio. Considera-se 0,66 para a Comgás. O beta das greenfields deveria ser maior ou deveria estar incluído um componente de  $r_t$  (adicional de risco por tamanho em empresas de patrimônio pequeno).*

Comentário CSPE:

A metodologia proposta pela CSPE incorpora o prêmio por risco tamanho para considerar o maior retorno que concede às empresas pequenas. A CSPE avaliará, no caso de cada Concessionária, a aplicação do prêmio por tamanho.

**9.3.6** *Sobre o Custo de Capital de terceiros (kd). Menciona-se que as premissas para o cálculo do custo da dívida são irreais. Poderia ser utilizada uma metodologia mais simples, supondo para as distribuidoras de gás do Estado de SP premissas do custo da dívida baseadas no acesso ao mercado da dívida brasileira (CDI, debêntures, TJLP e outros) em melhores condições e num mix favorável (mantendo a linha da CSPE de incentivos para a procura de custos financeiros mais baixos).*

Comentário CSPE:

O CAPM de dívida é um método usual e consistente de estimação do custo de capital de terceiros. Baseia-se nas mesmas premissas com as quais é calculado o custo de capital próprio.

A alternativa a este método é o “Benchmarking” financeiro, que consiste em definir uma amostra de títulos de dívida privada (e crédito bancário direto, embora esta informação costume ser pública) que resultem aplicáveis à empresa sob análise. Deve-se considerar o rendimento da obrigação, qualquer que seja sua natureza, e não sua taxa nominal. Como o que importa é o rendimento do instrumento, a “duration” da obrigação é um parâmetro relevante. Portanto também são importantes a vida, moeda e condições de pagamento da obrigação. Um tema fundamental é a qualidade do empréstimo, basicamente refletida em sua qualificação. Neste sentido, pode-se utilizar a qualificação média da amostra utilizada para o “benchmarking” ou definir uma qualificação aceitável e considerar somente os títulos que a alcancem ou a superem. Os aspectos expostos limitam a possibilidade de realizar comparações válidas, e esta é uma crítica habitual para este tipo de enfoque.

**9.3.7** *Sobre a estrutura de capital (D/(D+E)). Sugere estabelecer uma regra que determine a partir da estrutura de capital, observado e apresentado pela empresa no seu Business Plan para o próximo quinquênio, qual a posição da empresa dentro de uma faixa estabelecida: mínima, intermediária ou máxima.*

Comentário CSPE:

A CSPE definiu que seria utilizado, para a determinação da estrutura de capital, um intervalo de endividamento razoável. A argumentação que valida o uso de intervalos pode ser observada na questão 5.9.1.6.

Não há objeções em comparar os limites do intervalo, com os valores propostos pela Concessionária, no Plano de Negócios. O problema reside em que a apresentação do Plano de Negócios é posterior à aprovação do custo de capital, pela CSPE, para cada Concessionária. A CSPE disse que as Concessionárias disporiam primeiro do custo de capital, que será reconhecido na tarifa, com o objetivo de que possam formular seus Planos de Negócios, conhecendo este valor. Por este motivo, comparam-se os limites com o atual valor de endividamento das Concessionárias.

## **10 SINDIGASISTA**

*DJALMA DE OLIVEIRA: Eu gostaria de cumprimentar os componentes da mesa e cumprimentar todos aqui presentes. Em primeiro lugar, eu gostaria de deixar o nosso protesto quanto ao tempo exíguo da análise da proposta para a metodologia que será analisada há exatos 15 dias. É pouco provável que a participação da sociedade se dê nos 45 moldes que a abrangência se faz necessária. Se não bastasse isso, a proposta escrita em economês, tornando a Audiência Pública compreensível somente para profissionais que estejam acostumados à fórmulas e conceitos ali grafados, velando assim um dos objetivos mais importantes desta Audiência Pública e qual seja a participação popular.*

*Entendemos ser necessário e que cabe aos técnicos da CSPE comunicar-se com os diversos tipos de público que compõem o universo de consumidores. Nós do sindicato dos gasistas, continuamos a defender a energia como o desenvolvimento industrial e comercial e como público e como serviço público essencial e, portanto, um patrimônio da sociedade tendo como obrigação de metas a universalização do seu uso bem como a modicidade do seu preço. Entendemos ainda, que os investimentos feitos na malha de distribuição tem aumentado consideravelmente e o mais espetacular crescimento deu-se nas tarifas. O m3 de gás principalmente residencial do pequeno comércio está extremamente caro. Confrontando com os seus objetivos mais nobres, de que se antes da privatização não era acessível por falta de investimento, hoje se torna proibitivo pelo elevado custo mensal. Nós do sindigastas temos dúvidas de qual dos dois é o pior, portanto, entendemos ser o principal objetivo desta revisão tarifária rever os valores da tarifa residencial e do pequeno comércio, eliminando qualquer tipo de subsídio que por ventura este segmento carregue seus custos e assim propiciando maiores facilidades na universalização do seu uso. O sindigasta enquanto sindicato maior majoritária da categoria gasista, tem também uma outra preocupação em que não esteve explicitado na proposta de revisão tarifária apresentada pela CSPE, estamos falando da figura da empresa de referência utilizada pela ANEEL. É possível, através de um olhar mais apurado, vislumbrar seu vulto às vezes bem nítido e outras vezes nem tanto. Porém, as impressões digitais de seus criadores já estão e não deixam nenhuma dúvida. O que preocupa a nós trabalhadores não há comparação e nem há concorrência, pois já à isso estamos acostumados. O que nos preocupa, é concorrer com trabalhadores virtuais, com os novos companheiros da distribuidora elétrica. Queremos deixar registrada nossa posição ainda sob o aspecto as revisões tarifárias correlatas, que entendemos ser o contrato coletivo de trabalho entre empresa e sindicato e uma peça jurídica perfeita e como tal, deva ser respeitada como qualquer outro contrato. É incompreensível que benefícios trabalhistas conquistados através de anos de luta entre os trabalhadores, seja visto pelo órgão regulador como uma liberalidade da empresa. Deva à ciência entrar no também investimento da empresa e seu bem mais caro que é o seu próprio técnico. A grande prova disto, é o alto índice de aprovação que goza a empresa junto aos seus usuários. Índice este medido pela própria CSPE. Finalizando Dr. Zevi, gostaríamos de deixar duas perguntas para o comissário geral. Primeira, irá a CSPE utilizar o parâmetro de comparação para obter o fator x de uma empresa de referência? Porém, para nós ficou uma dúvida, de qual será o parâmetro de comparação que será utilizado pela CSPE e a segunda pergunta, visto não ter sido encontrado por nós em nenhum dos tópicos apresentados pela CSPE uma cláusula específica que trate do custo de mão-de-obra, de que forma a CSPE irá valorar tal custo? Agradeço a atenção de todos. Muito obrigado. (aplausos)*

Comentário CSPE:

No referente ao cálculo do Fator X, ver comentário da CSPE à contribuição da FGV (questão 7).

Os custos de pessoal constituem parte dos componentes de maior relevância dos custos operacionais de uma Concessionária de distribuição de gás canalizado. Para a determinação do valor dos custos operacionais, de cada Concessionária, a ser considerado para o cálculo das tarifas do serviço de distribuição de gás canalizado, a CSPE aplicará o enfoque metodológico descrito no item 3.1 da Nota Técnica N° 1. Esse enfoque é baseado na avaliação da razoabilidade dos valores informados pela empresa.

Não será definida uma empresa de referência para a avaliação dos custos de mão-de-obra e operacionais em geral, entretanto, a avaliação se dará conforme as tarefas exigidas e será considerada a adequação dos custos para atender com eficiência os parâmetros de qualidade do serviço. Também serão levadas em consideração as especificidades da empresa na comparação com outras atividades similares desenvolvidas em mercados representativos.