



Parecer Técnico:

Revisão Tarifária Concessões Gás Canalizado
do Estado de São Paulo - 4º Ciclo

Análise dos Critérios para Determinação do
WACC

Junho de 2017

Nota Preliminar:

O seguinte parecer foi preparado de forma independente e sem compromisso de resultados por solicitação da Associação Técnica Brasileira das Indústrias Automáticas de Vidro, Abividro (Contratante), com finalidade gerencial e para uso interno. A Contratante poderá usar este Parecer Técnico em procedimentos judiciais, administrativos ou em comunicações de mídia, no todo ou em parte, desde que assumam para si e como bons, os argumentos, metodologias e conclusões aqui postas, sendo, neste caso, perfeitamente razoáveis e permitidas as referências de autoria “Actio Mercatoria”.

Este Parecer Técnico leva em consideração as informações constantes nas NT ARSESP n° RTG/02/2016, RTG/04/2014 e RTG/01/2014, relativas à metodologia e cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) para as três concessões de distribuição de Gás Natural sob regulação da ARSESP: COMGAS, São Paulo Sul e Gás Brasileiro.

Sumário Executivo

- É meritória e adequada a opção da ARSESP em **evitar qualquer referencial empírico-regulatório que não pudesse ser conhecido antes da abertura dos trabalhos da 3ª Revisão Tarifária** para fixar o WACC aplicável ao 4º Ciclo das concessões.
- Efetivamente, nas estimativas dos parâmetros de retorno do capital próprio e de terceiros para as concessões, a ARSESP agiu de forma adequada ao **preservar os estritos termos dos Contratos**, não empregando referenciais estatísticos posteriores a dezembro de 2013 em seus cálculos.
- Já havendo sido colhidas as contribuições da ABIVIDRO a respeito da metodologia de cálculo do WACC em meados de 2014, neste Parecer deu-se prioridade a problemas metodológicos que surgiram após o recebimento das primeiras contribuições sem que, em avaliação geral, haja desmerecimento da qualidade da Proposta Metodológica da ARSESP.
- Sugere-se, em primeiro, a readequação do valor dos ativos usados para o cálculo de alavancagem já que o uso de dados extra-balanço para estimar o valor dos ativos é inadequado sem que se ajustem, adicionalmente, os valores de dívidas com terceiros o que seria, atualmente, pouco factível.
- Adicionalmente, sugere-se que a Reguladora exclua os outliers nas séries longas que optou por usar nas estimativas das taxas livre de risco e do prêmio de risco de mercado.
- Ambas as contribuições propostas têm como motivo dar maior higidez e previsibilidade regulatória, antecipando aperfeiçoamentos que aproveitarão às revisões tarifárias em curso e futuras.

- Reitera-se, em conclusões, o entendimento de equívoco e descalibragem na manutenção de prêmios de risco por tamanho às greenfield paulistas.

Introdução

Procede-se a seguir à avaliação da Nota Técnica ARSESP nº RTG/02/2016, que estabelece as metodologias e parâmetros para a definição do custo médio ponderado de capital a ser aplicado na fixação das Margens Máximas permitidas no 4º Ciclo Tarifário às concessionárias de distribuição de gás canalizado do Estado de São Paulo.

Pela previsão cronológica bem estabelecida nos contratos nº CSPE/001/99 de 31 de maio de 1999, nº CSPE/002/99 de 10 de dezembro de 1999 e nº CSPE/003/2000 de 31 de maio de 2000, as concessões de distribuição de gás canalizado paulistas têm vigência de trinta anos e remuneração por Regime de Price Cap (Tarifas – Teto), **reajustadas sistematicamente a cada quinquênio das datas de assinatura dos respectivos contratos.**

Diante disso, é preocupante o atraso na fixação das Margens Máximas (MM) aplicáveis ao 4º Ciclo Tarifário, contando-se, até o presente momento, mais de 37 meses de delonga no que se refere à revisão da COMGÁS, 30 meses no que se refere à São Paulo Sul e 25 meses no que tange à GBD. Como o atraso procedimental nas Revisões Tarifárias não altera os prazos e referenciais regulatórios que precisam ser utilizados para a fixação das Margens Máximas de distribuição, sob pena de inadimplemento contratual, do estabelecimento das MM para o 4º Ciclo contratual decorrerá a necessidade de **implementação de ajustes nos preços-teto que garantam o equilíbrio financeiro aos fluxos de caixa descontados pelo WACC** ainda a ser definido.

Nestes termos, e como primeiro ponto essencial, é meritória e tecnicamente respaldada a opção da ARSESP em evitar qualquer referencial empírico-regulatório que não pudesse ser conhecido antes da abertura dos trabalhos da 3ª Revisão Tarifária, que estabelecerá o WACC aplicável ao 4º Ciclo das concessões. Efetivamente, nas estimativas dos parâmetros de retorno do capital próprio e de terceiros para as concessões, **a ARSESP agiu de forma adequada ao preservar os estritos termos dos Contratos, não empregando referenciais estatísticos posteriores a dezembro de 2013 em seus cálculos.**

Tendo a NT ARSESP nº RTG/02/2016 basicamente o mesmo teor da NT ARSESP nº RTG/02/2014, de forma a conjugar apenas as contribuições aceitas pela Agência Reguladora

(como manifesto na NT ARSESP nº RTG/04/2014), na Seção seguinte destacam-se dois pontos, para os quais pleiteia-se revisão, nos termos a seguir propostos.

Contribuições à Consulta Pública nº 02/2014

Considerando que a ABIVIDRO já teve a oportunidade de se manifestar em detalhe a respeito da NT ARSESP nº RTG/02/2014, conhecendo aproveitamento parcial de suas contribuições pela NT ARSESP nº RTG/04/2014, aproveita-se esta oportunidade para propor dois ajustes metodológicos simples e bem motivados, que visam especialmente dar higidez regulatória à metodologia para cálculo do WACC proposta pela ARSESP na NT nº RTG/02/2016.

O primeiro ponto diz respeito à metodologia usada pela Reguladora para definir o nível de alavancagem financeira da COMGÁS que, ao teor das explicações dadas na NT ARSESP nº RTG/04/2014, item 3.12, e NT nº RTG/02/2016, item 4, foi ajustada para:

- i. Considerar as dívidas de curto prazo associadas ao ativo permanente da sociedade;
- ii. Excluir do passivo não-corrente as dívidas não associadas à BRR.
- iii. Considerar a média quinquenal do ciclo tarifário anterior para a estrutura de capital e,
- iv. Considerar como valor dos ativos o resultante da avaliação dos ativos realizada pela empresa Levin para a Comgás, conforme Deliberação ARSESP nº 402/2013, posto ser este o valorativo considerado o mais próximo do valor de mercado.

Embora os aperfeiçoamentos (i) e (iii) listados acima sejam tecnicamente adequados, os ajustes encontrados no item (iv) parecem bastante impróprios e questionáveis, fragilizando o ajuste (ii) que, de outra forma, seria adequado.

A estimativa da base de ativos por meios extra Balanço, como ocorre com o estudo Levin, mistura e confunde os valores financeiro e regulatório dos ativos, ao fim e ao cabo, produzindo um **grau de alavancagem distorcida, que não reflete adequadamente as proporções de capital próprio e de terceiros usados na Concessão COMGÁS ou nas demais concessionárias.**

Efetivamente, se o valor contábil dos ativos COMGÁS é distinto daquele que aparece nas DFP da concessionária, conforme englobado na conta “Intangíveis”, estimar a alavancagem usando itens do Balanço cumulados com itens Extra Balanço, sem detalhe ou ajuste que garanta ao expediente amparo técnico-financeiro, é idiosincrasia regulatória que, atípica e mal motivada, deve ser revista.

De fato, na estimativa de alavancagem financeira da COMGÁS, as obscuridades contábeis associadas ao ativo intangível “VEM”, com garantia de retorno real de 9,55% a.a durante o 3º Ciclo, tornam problemática a exclusão dos passivos não correntes sem associação à BRR, já que o “VEM” tem alterado as necessidades de financiamento e o valor dos ativos COMGÁS desde o 2º Ciclo.

Se é provável que a eliminação do “VEM” da base remuneratória fará ampliar a necessidade de capital de terceiros nos próximos ciclos da COMGÁS, incorporar como valor dos ativos o referencial Levin, que só ficou conhecido em fins de 2014, **tornaria discricionário e incerto o referencial técnico usado pela ARSESP**, o que precisa ser evitado. Neste sentido, propõe-se usar a mesma base de passivos de terceiros apresentados pela Reguladora na NT ARSESP nº RTG/04/2014, e tomar a base de ativos das DFPs, disponíveis na NT ARSESP nº RTG/02/2014, para calcular o grau de alavancagem COMGÁS pela média dos diferentes anos do 3º Ciclo.

Os cálculos usando a metodologia proposta indicam uma alavancagem média de 60,73%, similar à sugerida anteriormente pela ARSESP, mas que se defende, neste caso, por higidez metodológica e reprodutibilidade nos próximos ciclos tarifários.

O segundo ponto que merece ser destacado pela ABIVIDRO diz respeito à metodologia para estimativa da taxa de retorno livre de risco, conforme referida no item 4.8 da NT ARSESP nº RTG/04/2014 ou do item 5.2 da NT nº RTG/02/2016.

A ARSESP entendeu por uniformizar as janelas temporais para estimativa dos parâmetros (i) taxa livre de risco e (ii) prêmio de risco de mercado, atendendo à solicitação de diversas contribuições, mas optou por estender o período amostral para longos 30 anos, o que introduziu viés de alta nas estimativas das taxas livres de risco e de carteira. Este aperfeiçoamento metodológico aumentou a taxa livre de risco, referenciada na média da taxa de rendimento dos títulos do Tesouro norte-americano (U.S. Treasury Bonds de dez

anos - USTB10Y), de 3,91% para 5,93% a.a., com impacto muito significativo no WACC, o que em muito decorre da presença de outliers na série.

Recentemente, enfrentando problema de estimativa similar para a RT Gasmig, a Reguladora mineira trabalhou com a janela mais ampla para o USTB10Y, considerando o intervalo de 88 anos entre 1928 e 2015, para chegar a uma taxa livre de risco de 4,82% a.a.. O cuidado em eliminar os outliers em séries longas, usado na fixação do WACC Gasmig, levaria a uma taxa livre de risco de 4,77% a.a. para o WACC COMGÁS. Embora não se tenha logrado acesso à série de prêmio de risco de mercado usada pela ARSESP, a replicação da metodologia de trimming, que exclui os outliers, assim considerados os valores que sejam superiores a três desvios padrão nas séries históricas consideradas, pode ser facilmente replicado, o que se sugere em contribuição.

A solução encontrada pela reguladora mineira, trabalhando com séries históricas longas, mas eliminando os pontos discrepantes, é recomendável por eliminar casuísmos na fixação dos parâmetros regulatórios, superando a problemática do tamanho da janela e do uso de médias geométricas ou aritméticas.

No Quadro abaixo, resumem-se os efeitos das duas contribuições ABIVIDRO sobre o WACC, destacando que não se realizou, mas solicita-se que se o faça, o trimming do prêmio de risco.

| Quadro Resumo - Comparativo wacc COMGAS - Base Arsesp e Ajustes Propostos ABIVIDRO | | | | | |
|---|--------------------------------------|--------------------------------------|--|---|---|
| | COMGAS 2014 (14 anos) | COMGAS 2014 (30 anos) | COMGAS 2014 (rf Ajustada) | COMGAS 2014 (Alavancagem Ajustada) | COMGAS 2014 (rf e Alavancagem Ajustadas) |
| | ARSESP | ARSESP | ACTIO MERCATORIA | | |
| Alavancagem (Wd) | 60,00% | 55,00% | 55,00% | 60,00% | 60,00% |
| Taxa livre de risco | 3,91% | 5,93% | 4,77% | 5,93% | 4,77% |
| Beta ajustado por risco regulatório | 0,78 | 0,71 | 0,71 | 0,71 | 0,71 |
| Prêmio de risco de mercado | 6,77% | 6,67% | 6,67% | 6,67% | 6,67% |
| Prêmio de risco Brasil | 4,69% | 3,32% | 3,32% | 3,32% | 3,32% |
| Prêmio tamanho | - | | | | |
| Impostos | 34,00% | 34,00% | 34,00% | 34,00% | 34,00% |
| Custo de capital próprio nominal após impostos | 13,88% | 13,99% | 12,8% | 14,0% | 12,8% |
| Spread corporativo | 2,82% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% |
| Custo da dívida nominal antes de impostos | 11,41% | 11,25% | 10,09% | 11,25% | 10,09% |
| Custos de capital nominal | 10,07% | 10,38% | 9,43% | 10,05% | 9,13% |
| Inflação esperada | 1,77% | 2,16% | 2,16% | 2,16% | 2,16% |
| Custo de capital real após impostos | 8,15% | 8,04% | 7,12% | 7,72% | 6,82% |

Fonte: Notas Técnicas sobre WACC ARSESP, Yahoo Finance

Conclusões:

Tendo apresentado há três anos contribuições sobre a metodologia de cálculo do WACC para as concessões de distribuição de gás paulistas, nota-se que a ARSESP preservou, nesta reabertura de Consulta Pública, os entendimentos regulatórios anteriormente tornados públicos e que, em larga medida, respeitam às melhoras técnicas regulatórias.

Não obstante, em contribuições mais direcionadas à construção de um referencial regulatório hígido e transparente, considerando ainda restarem ao menos duas outras Revisões Tarifárias no referencial dos contratos de concessão afetos, cabe à ABIVIDRO propor duas correções relevantes:

- Calcular o indicador de alavancagem financeira usando exclusivamente dados das DFP, já que as distorções do “VEM” sobre a estrutura de capital da COMGÁS estão acomodadas contabilmente até o momento, sendo impossível compatibilizar Ativos Regulatórios sem o “VEM” com Passivos Contábeis com o “VEM” com um mínimo de objetividade;
- Mantidas as janelas longas para a estimativa das taxas livres de risco e para o prêmio de mercado, o uso do procedimento de trimming dos valores discrepantes (outliers) permitirá, fixar imediatamente metodologia para o cálculo destas variáveis que pode ser utilizada nas próximas revisões tarifárias sem maiores controvérsias.

Permanece necessária a oposição da ABIVIDRO à iniciativa de inclusão de prêmio de risco por tamanho às concessões SPS e GBD, sabido que o exagero na fixação de caps serve, nestes casos, ao relaxamento da estrutura regulatória de incentivos, facilitando estratégias de cream skinning e desestimulando a ampliação das redes onde, via de regra, a rentabilidade é menor.



Prof. Roland Veras Saldanha Jr.

São Paulo, 15 de junho de 2017.