

**CONTRIBUIÇÕES DA ABRACE À CONSULTA PÚBLICA Nº02/2014
(NOTA TÉCNICA Nº RTG/02/2016)**

**DETERMINAÇÃO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL PARA O
PROCESSO DE REVISÃO TARIFÁRIA DAS CONCESSIONÁRIAS DE
DISTRIBUIÇÃO DE GÁS CANALIZADO DO ESTADO DE SÃO PAULO**

Junho de 2017

CONSIDERAÇÕES INICIAIS

A ABRACE, associação setorial que representa grandes consumidores industriais de energia, saúda a Arsesp pelo espaço criado para as discussões em torno de um tema de fundamental relevância para os consumidores do estado de São Paulo e traz suas contribuições à proposta de determinação do custo médio ponderado de capital das concessionárias de gás canalizado do Estado de São Paulo.

Primeiramente, cumpre-nos ressaltar que na presente contribuição a ABRACE não irá abordar a questão relativa ao atraso na conclusão do processo de revisão tarifária e seus impactos, tema que já vem sendo tratado pela Associação junto à Agência e em outras esferas. No entanto, é importante enfatizarmos a necessidade de conclusão desta discussão o mais brevemente possível. Destacamos também que as contribuições aqui apresentadas são complementares àquelas já enviadas na Consulta Pública Arsesp nº 02/2014.

Nesta contribuição, a ABRACE reitera o posicionamento adotado há mais de três anos e sugere que a Arsesp mantenha o valor de 8,04% (para a Companhia de Gás de São Paulo – Comgás) e 8,62% (para a Gás Brasileiro Distribuidora – GBD e Gás Natural São Paulo Sul – GNSPS), conforme discutido em 2014, e que o aplique de forma retroativa, de maneira a corrigir desequilíbrios econômico financeiros do contrato em desfavor dos usuários, conforme será exemplificado neste documento. Este posicionamento e a própria metodologia utilizada no cálculo do WACC estão alinhados com as melhores práticas internacionais e com as melhores práticas nacionais (usando a Aneel como benchmark).

Ademais, simulações realizadas pelo CERI-FGV¹ mostram que a metodologia utilizada pela Arsesp parece se mostrar tão robusta que, mesmo durante a crise, o resultado do WACC (quando se move a janela de tempo dos parâmetros utilizados no cálculo) mantém-se estável. A ABRACE, independentemente de ter verificado que em momentos posteriores o WACC poderia ser menor, por coerência defende a aplicação do que se discutiu em 2014.

O Processo Administrativo ARSESP.ADM-0339-2014 foi aberto em decorrência do pedido de reconsideração interposto pela Comgás a respeito da Deliberação ARSESP nº 517/2014, que estipulou a Taxa de Custo Médio Ponderado de Capital (“WACC”) em 2014. A concessionária pleiteou a invalidação de todo o processo administrativo de consulta pública do tema e da emissão da Nota Técnica nº RTG/02/2014 e da Deliberação nº 517, alegando que não houve a divulgação prévia do Relatório Circunstanciado sobre a Consulta Pública nº 02/2014 e que a Nota Técnica nº RTG/02/2014 não considerou as atribuições da COMGÁS na respectiva consulta pública. Ainda, menciona que o resultado se afastou da metodologia utilizada na Nota Técnica nº RTG/01/2014, especialmente nos temas sobre o cálculo da inflação americana, cálculo do risco-país, desconsideração do risco regulatório para o Brasil e índice de alavancagem arbitrado.

Em novembro de 2014, a Arsesp publicou Relatório Circunstanciado com “Respostas às Contribuições Recebidas na Consulta Pública nº 02/2014” em seu site. Após discussões ao longo de 2015 e 2016 entre a Agência, a Comgás e a Consultoria Jurídica da Arsesp, esta última por fim opinou pela invalidação da Deliberação nº 517/14 e da Nota Técnica nº RTG/02/2014 e pela publicação de novo relatório ou ratificação do relatório já publicado.

¹ Centro de Estudos em Regulação e Infraestrutura da Fundação Getúlio Vargas.

A Deliberação Arsesp nº 700 foi publicada em 15 de dezembro de 2016 e reabriu o prazo da Consulta Pública ARSESP nº 02/2014 para recebimento de novas contribuições e sugestões, sem prejuízo das recebidas anteriormente, mas tendo em vista “o tempo transcorrido e as alterações observadas na economia brasileira que possam eventualmente ter afetado os componentes e parâmetros considerados” na determinação do WACC das distribuidoras, de acordo com a recomendação da Consultoria Jurídica da Arsesp. Ainda, invalidou a Deliberação ARSESP nº 517/2014 e a Nota Técnica nº RTG/02/2014 sob a alegação de conter vício formal, por terem sido publicadas antes da divulgação do relatório das contribuições recebidas na Consulta Pública ARSESP nº 02/2014. Também referendou o relatório das contribuições recebidas divulgado em novembro de 2014.

A Consulta Pública, assim como a referente à Metodologia da Revisão Tarifária da Comgás foi novamente suspensa, em atendimento a decisão judicial, tendo sido reaberta no dia 31/05/2017. A Nota Técnica nº RTG/02/2016 retoma a discussão e o recebimento de novas contribuições e sugestões referentes ao Custo Médio Ponderado de Capital a ser aplicado no cálculo das tarifas das Concessionárias de distribuição de gás canalizado do Estado de São Paulo, diante das alterações observadas na economia brasileira após outubro de 2014 (conforme recomendado pela Consultoria Jurídica da Arsesp), quando foi divulgada a Nota Técnica nº RTG/02/2014. A Agência reproduziu na Nota Técnica nº RTG/02/2016 os mesmos resultados apresentados em 2014: WACC de 8,04% para a Comgás e de 8,62% para a GNSPS e GBD – no entanto, receberá novas contribuições devido às alterações no cenário econômico do país.

A Arsesp menciona em sua Nota Técnica nº RTG/02/2016:

“Embora indesejado, o atraso verificado no processo de revisão tarifária trouxe a oportunidade de reavaliar o cenário de fixação do Custo Médio Ponderado de Capital das Concessionárias paulistas de distribuição de gás, face a mudanças de impossível previsão em 2014.

A alteração da situação da economia brasileira levou ao rebaixamento das “notas” atribuídas ao País por três agências internacionais de classificação de risco e à perda do “grau de investimento” (Standard & Poor’s em setembro/2015; Fitch Ratings em dezembro/2015 e Moody’s em fevereiro/2016), afetando o “Risco-País”, com efeito, também sobre a classificação ou ‘rating’ de diversas empresas brasileiras.” (Grifos nossos)

“Os efeitos das alterações da economia brasileira sobre o Custo Médio Ponderado de Capital se referem, basicamente, ao rebaixamento da classificação do País pelas agências internacionais de classificação de risco com a perda do grau de investimento (investment grade) e efeitos sobre o “Risco-País” medido pelo EMBI+BR, e ao efeito do rebaixamento do País sobre a classificação (rating) das empresas e o spread do custo da dívida considerado no cálculo do Custo de Capital de Terceiros. Os demais componentes considerados (Taxa Livre de Risco, Prêmio de Risco Sistemático, Beta, etc.) por se referirem a outras economias, não se viram afetados.”

A ABRACE entende que não faz sentido avaliar “mudanças de impossível previsão”, dado que esse tipo de variação no cenário econômico será considerado nos próximos ciclos tarifários, quando da análise do histórico de dados que compõem o WACC, por exemplo. Acatar o argumento de que o contexto macroeconômico mudou desde a publicação da Deliberação nº 517/2014 de modo a ensejar nova estipulação dos parâmetros gera um cenário de extrema insegurança jurídica, na medida em que abre espaço para que a qualquer momento sejam colocadas em dúvida as determinações normativas da Arsesp. Especialmente porque a Deliberação nº 517/2014 foi tempestiva, tendo respeitado o cronograma estabelecido na Deliberação Arsesp nº 493/2014, conforme prevê o Contrato de Concessão. Este instrumento prevê revisões tarifárias a cada 5 anos, razão pela qual retirar a referida Deliberação Arsesp nº 517/2014 do contexto temporal em que foi projetada e transportá-la para a realidade do ano de 2017 nos parece uma afronta ao Contrato de Concessão.

Como dito, a concessionária solicitou a invalidação de todo o processo de Consulta Pública e de emissão da Nota Técnica nº RTG/02/2014 e da Deliberação nº 517 alegando ausência de divulgação prévia de Relatório Circunstanciado sobre a Consulta Pública nº 02/2014. No entanto, tendo em vista que a ausência de publicação deste relatório caracteriza uma mera irregularidade formal – a qual já foi regularizada pela Agência com a publicação do documento em novembro de 2014 –, pode-se considerar que a irregularidade já foi sanada, tendo sido assegurada a observância do princípio da segurança jurídica e a estabilidade das relações.

Além disso, a própria Arsesp demonstrou pelos documentos juntados que as contribuições recebidas no âmbito da Consulta Pública nº 02/2014 foram devidamente consideradas na formação da WACC, inclusive as contribuições da Comgás. Desta forma, não haveria um pressuposto fático que embase a rediscussão do tema.

Ainda, a Comgás busca a realização de nova Consulta Pública alegando impossibilidade de invalidação do ato administrativo em razão da mudança de cenário econômico. No entanto, atos administrativos perfeitos devem ser preservados, em atenção aos princípios da legalidade, boa-fé, economia e eficiência, que regem, inclusive a atuação da Arsesp, conforme previsão do art. 2º da Lei Complementar nº 1.025/2007.

Vale destacar que em nenhum momento foi comprovada alguma mácula que pudesse colocar sob ressalva a regularidade da Consulta Pública nº 02/2014. Assim, pretender a desconstituição de todo um procedimento administrativo de Consulta Pública, perfeitamente desenvolvido – e que certamente envolveu expressivos custos não apenas ao erário público, mas também aos agentes interessados e que apresentaram suas contribuições – nos parece desarrazoado.

ESTUDO CERI-FGV: ANÁLISE DE METODOLOGIA PARA DETERMINAÇÃO DE TAXA DE REMUNERAÇÃO DE CUSTO DE CAPITAL PARA AS COMPANHIAS DISTRIBUIDORAS DE GÁS NATURAL CANALIZADO NO ESTADO DE SÃO PAULO

De modo a compreender melhor as implicações deste assunto, a ABRACE apoiou o estudo realizado pelo Centro de Estudos em Regulação e Infraestrutura da Fundação Getúlio Vargas (CERI-FGV), de tema “Análise de metodologia para determinação de taxa de remuneração de custo de capital para as companhias distribuidoras de gás natural canalizado no estado de São Paulo”. Este estudo avaliou a metodologia utilizada na estimativa do WACC descrita nas Notas

Técnicas Arsesp nº RTG/01/2014 e nº RTG/02/2014 e realizou estimativas para aferir possíveis ganhos indevidos dada a não aplicação dos valores atualizados para o WACC na determinação da “margem máxima”.

O relatório buscou validar conceitualmente os números vigentes para o WACC, com amparo na literatura acadêmica mais recente acerca do tema e nas melhores práticas internacionais. Esta validação também é importante para subsidiar o regulador na aplicação de suas Deliberações, após o devido processo de consultas e audiências públicas. O CERI-FGV também entende que a situação sob análise, em que não há a atualização dos parâmetros quando do início de um novo ciclo tarifário (e que persiste até o momento presente/junho de 2017) não constitui um bom exemplo de práticas regulatórias e governança, com potencial para implicar em aumento da percepção de risco por parte dos investidores privados, num momento em que há um esforço governamental, em diversos níveis, para melhorar o ambiente de negócios no Brasil.

Quando da análise acerca das diferenças metodológicas existentes entre as Notas Técnicas nº RTC/01/2009, nº RTG/01/2014 e nº RTG/02/2014, o Centro de Estudos verificou que estas não apresentam diferenças com relação a aspectos metodológicos – a diferença entre os valores, tomando a Comgás como exemplo, 9,55% vs. 8,04%, relaciona-se exclusivamente à atualização de bases de dados. A despeito dos escrutínios comuns a cada ciclo de revisão, a metodologia ainda se mantém calcada no binômio WACC (Custo Médio Ponderado do Capital) – CAPM (Modelo de Apreçamento de Ativos de Capital).

É possível identificar uma evolução entre as revisões no tocante a padronização das séries de dados. Na revisão de 2009 eram utilizadas séries com janelas incompatíveis entre si – séries de ativo livre de risco e risco país, por exemplo, eram muito curtas com relação aquelas utilizadas para a avaliação do prêmio de risco de mercado. Esta inconsistência foi corrigida na revisão de 2014, adequando a metodologia às práticas de Valuation para mercados emergentes e amplamente utilizada por órgãos reguladores em diversos setores. Ademais, as alterações e manutenções tornaram a metodologia utilizada pela Arsesp muito próxima daquela usada pela Aneel, considerada a melhor referência para os setores regulados no Brasil. Neste sentido, a tabela abaixo apresenta uma comparação entre a prática da Aneel e a adotada pela Arsesp para o cálculo do WACC em 2014.

Tabela 01 – Aneel 2015² x Arsesp 2014

	Benchmark (ANEEL Distribuição 2015)	Comentários/ARSESP 2014
Estrutura de Capital	Benchmarking financeiro a partir de dados do balancete mensal padronizado (3 anos de informações)	Benchmarking financeiro - a comparação com dados reais de outras companhias é prática amplamente difundida - podem ser usadas referência tanto do mercado local quanto internacional. Para a Comgas se utilizam dados obtidos das Demonstrações Financeiras Padronizadas (base anual)

² ANEEL (2015). Nota Técnica 22/2015. Metodologia e critérios gerais para a definição do custo de capital a ser utilizado no cálculo da remuneração dos investimentos efetuados pelas concessionárias de distribuição por ocasião da Revisão Tarifária Periódica. Disponível em: http://www2.aneel.gov.br/aplicacoes/audiencia/arquivo/2014/023/resultado/nt_22_2015_sgt_custo_d_e_capital.pdf.

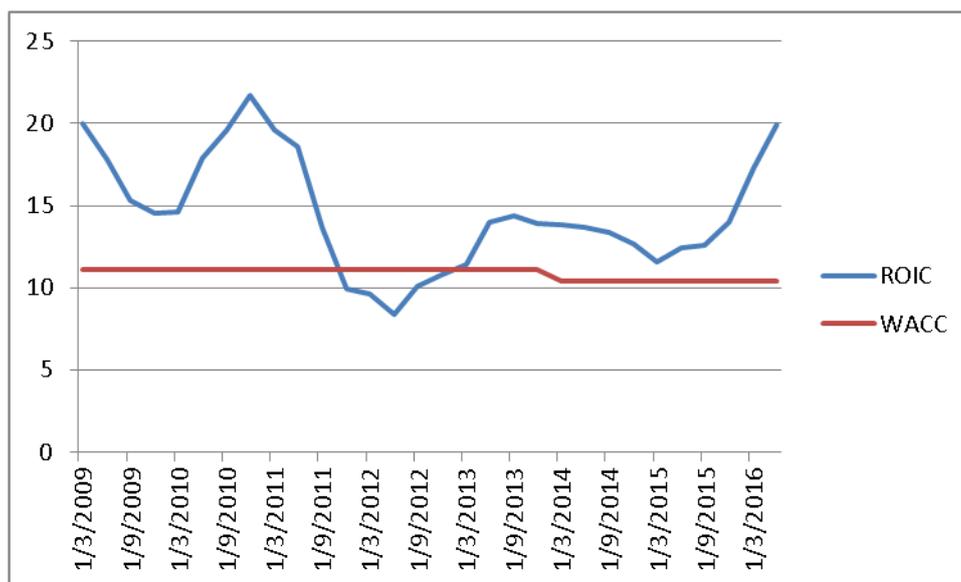
Benchmark (ANEEL Distribuição 2015)		Comentários/ARSESP 2014
CAPM	CAPM ajustado por country risk	É o modelo mais utilizado para fins de valuation em mercados emergentes.
Rf - Taxa Livre de Risco	Média do Tbond de 10 anos com janela de 30 anos de dados	O ideal é que haja uma consistência entre os dados e a janela de tempo utilizadas na estimativa do prêmio de risco de mercado. Assim, a metodologia de 2014 apresenta avanços, estando em linha com as práticas internacionais e em outros setores
β - Beta	É obtido pela mesma metodologia - fórmula de Hamada, a partir de dados de um mercado de referência. No caso, é utilizado o mercado americano e sem ajuste por prêmio de risco "regulatório" entre o IRR e o Price Cap. A ANEEL se baseia numa literatura que advoga que o beta sem ajustes, obtido a partir de firmas americanas e alavancado pela estrutura de capital local, já precificaria este tipo de risco "regulatório". A nota técnica de 2015 realiza alguns testes que também contribuem para a não inclusão deste adicional.	O uso do Reino Unido indica um acréscimo no beta devido ao "risco regulatório" - diferencial entre IRR e Price Cap. Contudo, esta metodologia não é consensual.
ERP - Prêmio de Risco de Mercado	São usadas séries de 30 anos e média aritmética	i) Média Aritmética x Média Geométrica; ii) Período histórico de dados. A média aritmética tem sido mais utilizada por ser um estimador não viesado. Sobre o histórico, o consenso é que deve compreender um período suficientemente longo, de modo a eliminar anomalias do próprio ciclo econômico- as duas abordagens são consideradas válidas (série mais longa de 2009 e últimos 30 anos em 2014)
Risco Brasil	É usada a mediana de uma série de 15 anos	O ideal é que também haja consistência com o tamanho da janela das demais séries. O uso da mediana, como foi adotado, é recomendado para expurgar o efeito de outliers associados a momentos de crise na economia
Custo da Dívida	CAPM da dívida	O CAPM da dívida, tal qual descrito, é método mais utilizado pelos práticos de Finanças Corporativas
Risco de Crédito	Usa uma média de 15 anos de ratings da Moodys	A metodologia de 2014 está em linha com as práticas internacionais, considerando o uso de uma classificação de risco compatível com o setor e de uma série de dados mais longa

Fonte: CERI-FGV com base nas notas técnicas da ARSESP e da ANEEL.

A Tabela 01 evidencia a adequação da metodologia da Arsesp às melhores práticas, tanto em termos metodológicos quanto com relação as bases de dados utilizadas. O único ponto que merece destaque é o processo de determinação do beta, que utiliza o mercado britânico como referência – este procedimento manteve-se idêntico ao adotado em 2009 e difere da metodologia utilizada pela Aneel desde o segundo ciclo de revisão tarifária para distribuição de energia elétrica. A notas técnicas da Arsesp defendem que o risco sistemático, medido pelo beta desalavancado, é maior para firmas sob regime de regulação *price-cap* (caso de São Paulo para Gás Natural) quando comparado com o regime de taxa interna de retorno – assim, caso fosse utilizada uma metodologia completamente análoga a da Aneel, deveria ser esperado um valor menor para o beta desalavancado, implicando, conseqüentemente, num custo de capital inferior aos 8,04% estimado para o caso da Comgás.

Uma questão quantitativa relevante relaciona-se à adequação do custo de capital estimado para a Comgás (e demais companhias) vis-à-vis o efetivo retorno sobre o capital investido, medido pelo ROIC (“Return on Invested Capital”). A Figura 1, abaixo, utilizando novamente a Comgás como estudo de caso, evidencia que a rentabilidade efetiva da companhia tem alcançado (e superado) o custo de oportunidade do capital regulatório estipulado, corroborando a necessidade de conclusão da revisão tarifária.

Figura 01 – ROIC x WACC para a Comgás



Fonte: CERI-FGV com dados da Economatica³.

A despeito de alguns aprimoramentos que serão descritos a seguir, as metodologias contidas nas notas técnicas explicitadas estão alinhadas com práticas reconhecidas no tocante a estimação de taxas de retorno para fins de revisão tarifária de serviços de utilidade pública. Conforme já destacado, há uma aderência metodológica clara com a teoria e prática de Valuation para mercados emergentes – o uso combinado do WACC/CAPM ajustado por risco país e equação de Hamada para obtenção do coeficiente beta constitui sistemática recorrente e explicitada em referências clássicas deste campo como Damodaran (2006)⁴ e Copeland (2000)⁵.

Com relação às potenciais melhorias na metodologia vigente e que podem ser objeto de discussão, quatro questões merecem destaque, segundo o CERI-FGV. A primeira é relativa aos dados de referência para a estimativa dos betas – conforme descrito, apesar de todos os demais dados para a estimativa do custo de capital fazerem uso de dados oriundos do mercado

³ Foram utilizados valores nominais, tanto para o ROIC quanto para o WACC. Este tipo de análise é recorrente na literatura de regulação – para mais detalhes, ver: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1153.pdf.

⁴ Damodaran, A (2006). Damodaran on Valuation – Security Analysis for Investment and Corporate Finance, Wiley Finance.

⁵ Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J (2000). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, Wiley Finance.

americano, o coeficiente de risco sistemático é obtido a partir de firmas britânicas. A justificativa do regulador é associada à existência de um prêmio de risco “regulatório”, um diferencial entre os regimes de *price cap* (adotado no Reino Unido) e de taxa interna de retorno (adotado nos EUA). Como a regulação praticada no estado de São Paulo é do tipo *price cap*, o uso de um beta “britânico” ajustaria a taxa de remuneração pelo risco maior que este sistema regulatório impõe aos investidores. Entretanto, esta estratégia não é consensual – a própria Aneel abandonou este procedimento entre os ciclos de revisão tarifária dois e três, baseada na ideia de que na prática não há um regime regulatório puro e de que há uma literatura acadêmica alternativa que advoga que este prêmio de “risco regulatório” já seria apreçado pelo CAPM tradicional e pelo componente de risco país agregado ao modelo. Muito provavelmente, o beta estimado a partir de companhias americanas seria inferior, o que implicaria num valor para o custo de capital ainda menor do que os 8,04% estimados para a Comgás.

O segundo ponto de aprimoramento relaciona-se a realização de testes de robustez para as estimativas dos parâmetros – a despeito da metodologia atual empregada pela Arsesp ter apresentado evoluções no tocante a coleta e análise estatística dos dados, ficando alinhada com as práticas da Aneel, a realização de reestimativas sob diferentes janelas temporais, por exemplo, é importante para confirmar a estabilidade dos valores obtidos. Os procedimentos descritos na Nota Técnica Aneel nº 22/2015 constituem um bom exemplo de implementação de um processo para validação de modelos e parâmetros e que pode ser replicado não apenas pela Arsesp, mas por outras agências regulatórias no Brasil.

O terceiro ponto diz respeito a agregação do “prêmio de tamanho” para as companhias Gás Brasileiro (GBD) e Gás Natural São Paulo Sul (GNSPS). Esta metodologia tem por base uma suposta relação, muito intuitiva, entre porte da firma e seu nível de risco – firmas menores (e com maior potencial de crescimento) seriam mais arriscadas do que firmas maiores e ou mais estáveis. A farta literatura acadêmica a respeito inicia-se com Banz (1981)⁶ e é seguida por inúmeros artigos empíricos que identificam a presença deste prêmio – por outro lado, uma outra vertente passou a testar criticamente a abordagem, identificando falhas das mais variadas nas estratégias de estimação. Handa et al (1989)⁷ destaca que o “efeito tamanho” é extremamente dependente do intervalo de tempo considerado na amostra e também da metodologia para composição dos retornos – em caso de retornos anuais o “efeito tamanho” desaparece. Por fim, nas palavras do professor Damodaran (2015)⁸, em artigo recente e disponibilizado em sua página pessoal, o “prêmio de tamanho é a prova do poder da inércia em Finanças Corporativas e Avaliação de Empresas, onde, uma vez que uma prática se torna estabelecida, fica muito difícil desafiá-la, mesmo que as evidências a seu favor tenham desaparecido” (tradução livre). Neste texto, com o suporte da literatura acadêmica empírica mais recente acerca do tema, o professor Damodaran justifica porque o prêmio de tamanho não deve ser utilizado – dentre as diversas falhas apontadas, a mais básica relaciona-se à métrica de tamanho da firma. Os estudos que identificam um prêmio por tamanho não diversificável fazem uso do Market Cap (Capitalização

⁶ Banz, R (1981). The Relationship between returns and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics* 9, páginas 3 -18.

⁷ Handa, P. , Kothari, S. & Wasley, C (1989). The relation between the return interval and betas: implications for the size effect. *Journal of Finance* 23, páginas 79-100.

⁸ Damodaran, A (2015). Musing on markets – The small cap premium: where is the beef? Disponível em: <http://aswathdamodaran.blogspot.com.br/2015/04/the-small-cap-premium-fact-fiction-and.html?m=1>.

de Mercado); quando se usa outra medida de porte para as companhias o efeito simplesmente desaparece. Estas e outras razões também são utilizadas por outros reguladores que fazem uso de um modelo CAPM sem o ajuste por tamanho da firma, como é o caso já citado da Aneel.

Por fim, e também em linha com o que é praticado pelo regulador do setor elétrico no Brasil, a Arsesp poderia melhorar o processo de *benchmarking* a partir da utilização de balancetes mensais para a apuração e análise de evolução da estrutura de capital (e de outros dados financeiros) das companhias sob revisão – o procedimento atualmente em uso é baseado nos Demonstrativos Financeiros Padronizados das empresas (em base anual).

Ainda, foram realizadas simulações pelo Centro de Estudos tendo como estudo de caso a Comgás, para aferição de uma estimativa dos ganhos indevidos dada a não aplicação dos valores atualizados para o WACC na determinação da “margem máxima”. Este parâmetro (P_0) é dependente de maneira direta do nível do WACC e da Base de Remuneração Regulatória Líquida (BRLL), também alvo de controvérsia entre as firmas e o regulador. A equação abaixo, segundo Nota Técnica Final para o ciclo tarifário de 2009, determina o P_0 , tarifa nivelada baseada na ideia de igualdade entre o valor presente das receitas projetadas e custos/despesas.

$$P_0 = \frac{BRRL_0 - \frac{BRRL_5}{(1+r_{wacc})^5} + \sum_{i=1}^{i=5} \frac{(1-w)[OPEX_i + ODESP_i]}{(1+r_{wacc})^i} - \sum_{i=1}^{i=5} \frac{D_i \cdot w}{(1+r_{wacc})^i} + \sum_{i=1}^{i=5} \frac{CAPEX_i}{(1+r_{wacc})^i}}{\sum_{i=1}^{i=5} \frac{V_i \cdot (1-w)}{(1+r_{wacc})^i}}$$

A margem máxima calculada correspondente ao WACC de 9,55% (2009) foi da ordem de R\$ 0,3052 / m³ e o primeiro exercício contra factual consiste em reestimá-la para o nível de WACC estabelecido em 8,04% (2014) mantendo-se idênticos os valores de BRRL, CAPEX (Gastos com Capital), OPEX (Despesas Operacionais), ODESP (Outras Despesas) e V (volume projetado, em m³). Assim, a comparação entre estes dois níveis de P_0 é uma aproximação (global) para o efeito sobre os consumidores (e apropriado pela empresa). Esta simulação, muito conservadora, indica uma diferença de 7,8% em caso de aplicação do valor atualizado para o custo do capital – a margem, em média, poderia ser quase 8% menor.

A margem máxima representa a receita unitária máxima que a Concessionária é autorizada a arrecadar pela prestação do serviço de distribuição de gás canalizado. Neste contexto, atualizando os valores de P_0 pelo IGP-M entre 2009 e 2017 tanto com o WACC de 9,55% como o com o WACC de 8,04% simulado pela FGV, a ABRACE estimou que, pela subtração entre esses dois valores de P_0 e subsequente multiplicação pelos volumes comercializados pela Comgás ao longo desses anos, há uma diferença da ordem de R\$ 500 milhões (devida aos usuários) apenas pela não aplicação do WACC de 8,04%, em maio de 2014, às margens de distribuição. Essa estimativa, apesar de conservadora, indica que esse recurso representa uma dívida da concessionária para com os usuários do sistema que poderia não ter ocorrido caso o processo tivesse sido adequado.

O segundo exercício realizado pelo CERI-FGV leva em conta também diferentes níveis de BRRL – esta rubrica é alvo discussão metodológica – considerando um Valor Econômico Mínimo de cerca de R\$ 5 bilhões (utilizado atualmente) contra o valor pelo Custo Histórico Corrigido (contábil) de cerca de R\$ 3,8 bilhões – a despeito do relatório não realizar análise específica sobre qual metodologia seria a mais adequada. A utilização de um nível inferior para a BRRL também conduz a resultados semelhantes, implicando uma diferença na margem máxima de

aproximadamente 7,38%. Ou seja, a margem de distribuição da concessionária, considerando estas duas estimativas conservadoras, poderia ser menor em torno de 7 a 8 pontos percentuais.

Portanto, o estudo realizado pelo CERI-FGV avaliou a metodologia vigente para o cálculo do WACC das empresas de distribuição de gás em São Paulo, com base nas melhores experiências internacionais e literatura acadêmica relevante no campo de Finanças Corporativas aplicada a Regulação Econômica. De acordo com as evidências apresentadas, conclui-se que a metodologia em questão é aderente as melhores práticas, tanto com relação aos modelos econômicos e financeiros adotados, quanto com relação as bases de dados utilizadas, a despeito de aprimoramentos pontuais que podem ser apresentados ao regulador. Assim, a recomendação é que os números mais recentemente estimados podem e devem ser aplicados na reavaliação das margens máximas das companhias de distribuição de gás canalizado em São Paulo.