

CONSIDERAÇÕES SOBRE A 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

Baseado na Nota Técnica para Discussão e Recebimento de Contribuições N° RTG/02/2016

21 de Junho de 2017

Autores: Ary Zanetta e Igor Maresti
Telefone: +55 11 5105-0600

1. Risco Regulatório

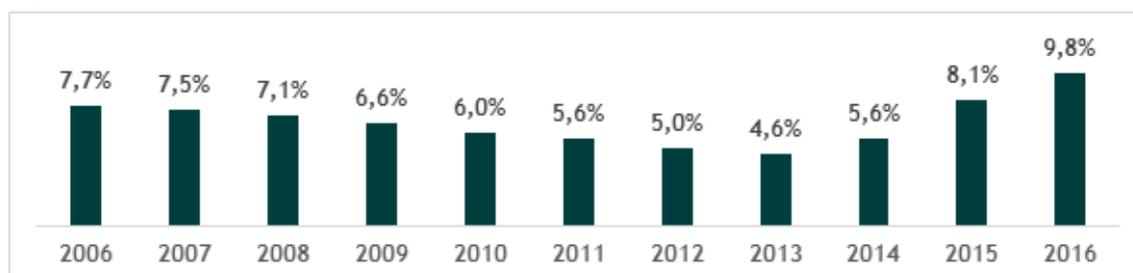
Um dos principais fatores que o investidor/empresário considera ao decidir fazer investimento de milhões ou bilhões de reais em um país é a previsibilidade das regras e o direito de propriedade. Essas condições básicas, aliadas a um tratamento adequado do capital, ensejam um horizonte de longo prazo com investimentos relevantes e qualidade de serviços para o consumidor final. A estabilidade do marco regulatório é importantíssima para qualquer concessionária pública, e isso não é novidade no Brasil. No ano de 2012, o governo Dilma Rousseff tentou mudar as regras do setor elétrico via MP579, cujo principal objetivo era reduzir o custo das tarifas para os consumidores brasileiros. Porém, o modo como foi feito, de maneira heterodoxa e sem respeitar as regras do setor, gerou profundos problemas para todo o país. No primeiro momento, quando a regra foi editada, os impactos foram rapidamente percebidos no mercado acionário, e as ações das empresas do setor elétrico afetadas pelas novas regras caíram cerca de 40% em 2012, perdendo mais de R\$ 33 bilhões em valor de mercado.

No caso do estado de São Paulo, a Arsesp sempre foi um exemplo de agência reguladora, porém isso mudou após 2014. Os sucessivos atrasos da revisão tarifária do ciclo 2014-2019, além da visão unilateral da agência de retirar o VEM da BRR da Comgás, geraram forte incerteza para o setor de distribuição de gás canalizado.

Com isso, desde 2014, julgamos que o RISCO REGULATÓRIO do setor de distribuição de gás canalizado aumentou substancialmente.

Para se ter um exemplo do que o risco regulatório causou no setor elétrico, a Aneel teve que subir substancialmente o WACC dos leilões pós 2012/2013 para conseguir leiloar os lotes de transmissão pós 2012, como pode-se observar na tabela abaixo:

Figura 1 - WACC dos Leilões de Transmissão: ANEEL



Fonte: Elaboração própria, com base em informações da ANEEL

Portanto, consideramos relevante o Risco Regulatório ser reconsiderado no cálculo do WACC (Custo Médio Ponderado de Capital), pois esse risco aumentou substancialmente no Estado de São Paulo. Outro fator importante é que a Aneel está considerando um WACC de 9,8% para os novos leilões do setor de Transmissão de Energia Elétrica, sendo que esse é o negócio com menor risco dentro do setor de energia elétrica. Portanto qual o sentido da Arsesp considerar um WACC de 8.04% para o setor de distribuição de gás canalizado no estado de São Paulo, sendo o risco do negócio de distribuição de gás canalizado maior e também mais sub-penetrado que o de Transmissão de Energia Elétrica?

2. A Inclusão do Risco Cambial

Nas últimas revisões tarifárias da ANEEL e da própria ARSESP, o prêmio por risco cambial foi desconsiderado. A desconsideração desse risco pela ARSESP se dá devido à possibilidade de contratação de instrumento financeiro de seguro para mitigá-lo e convertê-lo em risco não sistemático. Porém, fazemos aqui um comentário relevante: o RISCO CAMBIAL que as distribuidoras de gás canalizado possuem é derivado da exposição cambial, que, no caso delas, é bem relevante, como pode-se ver na tabela abaixo:

Tabela1 - Correlação da tarifa da Comgás no segmento industrial com PLD e câmbio

Correlações	
Tarifa CGAS* e PLD**	0,530
Tarifa CGAS e Câmbio	0,745
PLD e Câmbio	0,184

*Tarifa CGAS: tarifa cobrada pela Comgas para o cliente industrial (80% do volume) em r\$/m³. ** PLD: preço de energia elétrica no mercado à vista, Aneel.

Fonte: Elaboração própria, com base em informações da Comgás e CCE

Como podemos ver acima, a correlação da Tarifa CGAS com o Câmbio é alto, com 75% de correlação. Já a correlação do PLD com o Câmbio é baixíssima, de 18%.

Portanto, podemos inferir que a Aneel não considerar o risco cambial para o cálculo do WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) para as empresas do setor elétrico está correto, mas não podemos dizer o mesmo para o caso do setor de distribuição de gás canalizado.

A taxa de câmbio é fator determinante da competitividade e do custo do gás para os clientes das distribuidoras de gás no Estado de São Paulo, e isso, por si só, deveria ser considerado como um RISCO CAMBIAL.

Além disso, é importante frisar que os principais substitutos do Gás Natural Canalizado são as fontes de Energia Elétrica e Combustível (diesel e gasolina – localmente fornecidos apenas pela Petrobras). No caso da Energia Elétrica, já demonstramos que a correlação do custo de energia elétrica com o câmbio é baixíssima. No caso do custo de combustíveis (gasolina e diesel), eles são definidos e, até recentemente, eram subsidiados pela Petrobras (tanto preço da gasolina quanto diesel ficaram bem abaixo do valor justo de 2012- 2016). Assim sendo, percebe-se que o custo final do combustível fóssil no Brasil sofre um risco de intervenção forte do controlador da Petrobras, que é o governo brasileiro.

A incorporação do Risco Cambial também se faz necessária, pois, em termos práticos, é impossível a Comgás diversificá-lo através de um instrumento financeiro derivativo ou similar, já que envolveria 100% da receita atual e futura da empresa, algo totalmente fora de cogitação em termos de risco para ser protegido.

3. Estrutura Ótima de Capital

Na Nota Técnica N° RTG/02/2016, a Arsesp definiu um nível de 55% como alavancagem ótima para a determinação do custo médio ponderado de capital da Comgás.

A análise da agência considera a evolução da razão entre passivo oneroso e BRR Líquida.

Considerações:

- O cálculo considerado de BRR Líquida não inclui o Valor Econômico Mínimo (VEM) em sua composição. Acreditamos que, em linha com o previsto no edital de privatização da Comgás, seu capital investido é composto pelo VEM (atualizado e depreciado) adicionado da BRR Líquida. Entendemos que excluir o VEM da base de remuneração é antecipar o resultado de uma discussão ainda em aberto e pode gerar um “efeito bola de neve” no cálculo da remuneração justa da companhia.
- O conceito de passivo oneroso, utilizado como critério da análise, representa seu endividamento bruto, desconsiderando sua posição de caixa. A administração de liquidez de uma companhia no Brasil possui maiores desafios que em países desenvolvidos, pelo estágio de desenvolvimento de seu mercado de capitais, com o mercado de crédito ainda muito concentrado no setor bancário e com instrumentos de longo prazo praticamente inexistentes (o que pode ser observado durante o fechamento do mercado de crédito entre 2015/16). Adicionalmente, a Comgás lida com a complexidade de ter seu fluxo de caixa exposto à variação cambial. Como responsável por um serviço de utilidade pública e exposta a todas essas especificidades acentuadas pela realidade brasileira, a Comgás deve manter um nível de caixa responsável e robusto, ainda que isso implique em um *spread* negativo em comparação a seu custo de dívida. Dessa forma, entendemos ser apropriado considerar o endividamento líquido para cálculo de sua alavancagem. Além disso, entendemos que a dívida bruta deve considerar o valor de mercado dos derivativos, o que ilustra o real montante desse passivo.

4. Risco País

Para determinação da Taxa Livre de Risco, a agência utilizou a média da taxa de rendimento dos títulos do Tesouro norte-americano (U.S. Treasury Bonds de dez anos). Já para o cálculo do Risco-País, foi considerada a mediana da série histórica do EMBI + Risco Brasil entre janeiro de 1999 e dezembro de 2013.

Segundo a agência, a adoção de critérios alternativos para diferentes métricas é uma tentativa de mitigar o impacto dos valores extremos.

Considerações:

- Não acreditamos ter evidências para afirmar que valores extremos devem ser expurgados dessa análise. Em um país em desenvolvimento, com regulações e instituições ainda em fase de consolidação, acreditamos que picos como os observados são parte do ambiente a ser enfrentado pelas companhias de concessões com longo ciclo de negócios. A forte deterioração de indicadores de percepção de risco entre 2015/16 é evidência dessa possibilidade.

Durante períodos como esse, o risco para o negócio atinge níveis máximos e ameaça a sobrevivência da empresa. Acreditamos que esse pico de risco deve ser remunerado.

- Acreditamos que a padronização da média como métrica de análise é a melhor medida para o risco que as companhias vivem ao longo de todo seu período de concessão. Utilizando a série EMBI + Risco-Brasil (<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>) entre 4/jan/1999 e 31/dez/2013, estimamos uma média de 508, que acreditamos ser a métrica mais adequada.

Atenciosamente,

Ary Zanetta e Igor Maresti – Brasil Capital