

Rio de Janeiro, 23 de junho de 2017

Assunto: Consulta Pública nº 02 /2014

Senhores Membros da Diretoria Colegiada da Arsesp

Em observância ao regulamento da Reabertura da Consulta Pública Nº 02/2014, proposta pela ARSESP para colher contribuições que subsidiarão 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 – COMGÁS, a Edge Investimentos, gestora de recursos responsável pelos fundos Edge Value FIA e Edge FE I FIA, apresenta suas contribuições por meio dessa carta.

Janela Temporal

1. O processo de fixação do Custo Médio Ponderado de Capital a ser usado na revisão tarifária iniciou-se em 30 de maio de 2014, com a abertura da Consulta Pública nº 02/2014. A proposta inicial de Custo Médio Ponderado de Capital foi submetida à consulta pública pela Nota Técnica nº RTG/01/2014.
2. Por diversos motivos expostos na Nota Técnica nº RTG/02/2016, o processo de revisão tarifária sofreu sucessivos atrasos e se arrasta até o ano de 2017.
3. Nesse intervalo temporal, o ambiente político e econômico no país sofreu forte deterioração, com elevação dos prêmios de risco, redução na atividade econômica e perda do “grau de investimento” pelas três principais agências de classificação de risco¹.
4. Em 30 de maio de 2017, a ARSESP comunicou a reabertura Consulta Pública Nº 02/2014, conforme decisão proferida na Reunião Extraordinária de Diretoria, realizada em 29/05/2017.

1. Standard & Poor's em setembro/2015; Fitch Ratings em dezembro/2015 e Moody's em fevereiro/2016.

5. Para nossa surpresa, ao compararmos a Nota técnica elaborada em 2014 (Nº RTG/02/2014) com a Nota Técnica atual (Nº RTG/02/2016), notamos que o regulador optou por manter inalterados os dados para determinação do Custo de Capital, apesar da evidente piora do ambiente de negócios e elevação do custo de capital no Brasil.
6. Sendo assim, sugerimos que seja feita a atualização na janela temporal para recálculo do novo Custo Médio de Capital (WACC), de modo a refletir adequadamente a realidade econômica na qual a companhia está inserida.

Estrutura de Capital

7. Na Nota Técnica nº RTG/01/2014, mais precisamente na página 10, a ARSESP afirma que "*A razão Passivos Não Correntes / Ativos Permanentes é uma proxy adequada do nível de endividamento médio das empresas.*"
8. Adicionalmente, a Agência afirma ainda ser "*possível efetuar alguns aprimoramentos à metodologia para a determinação do nível de endividamento, por meio da substituição dos Ativos Permanentes pelos dados correspondentes à BRRL a valores correntes. No que diz respeito ao endividamento, considerar exclusivamente as Obrigações financeiras, sejam circulantes ou não circulantes, já que elas refletem o verdadeiro financiamento da BRRL por parte de Terceiros.*"
9. Ainda que concordemos com o método utilizado pela ARSESP, notamos que os números utilizados na equação requerem ajustes para refletir fielmente o capital próprio e de terceiros efetivamente empregado pela concessionária.
10. Sugerimos a alteração do endividamento bruto para endividamento líquido, de forma a não penalizar a empresa por seu conservadorismo de manter elevado nível de caixa.

11. Ademais, acreditamos que o valor do endividamento da companhia – numerador da equação da estrutura de capital – deva ser descontado do valor de mercado do *hedge* cambial das dívidas em moeda estrangeira, prudentemente contratado pela empresa no momento de captação dos recursos, de forma a evitar o risco de descasamento de moedas.
12. Por fim, à BRRL, denominador da equação da estrutura de capital, propomos a inclusão o ágio pago pelos acionistas da companhia no leilão de privatização, que é parte integral da Base de Remuneração pelo conceito VEM e representa capital próprio efetivamente empregado no negócio.

Parâmetro Beta

13. Como a Comgás possui um nível alto de Caixa para arcar com os investimentos em infraestrutura e o risco sistemático se aplicado a todo o capital (inclusive Caixa) estaria superestimado, sugerimos um ajuste no beta que o aproxime do beta dos ativos somente operacionais. Assim, conforme Damodaran²³, considerando que no cálculo do Beta desalavancado estão refletidos os riscos tanto dos ativos operacionais como o Caixa da empresa, em sendo este último um ativo com risco zero, há a necessidade de ajustar (aumentar) o risco sistemático excluindo o efeito inadequado de carregamento de uma parte do ativo que não tem risco.
14. Portanto, sugerimos que ao Beta desalavancado (Reino Unido, conforme proposto pela ARSESP), seja procedido o seguinte ajuste:

$$\text{Beta Desalavancado Ajustado} = \frac{\text{Beta Desalavancado}}{\left(1 - \frac{\text{Caixa}}{\text{Market Cap} + \text{Dívida Total} - \text{Caixa}}\right)}$$

² http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm

³ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>

Entendemos que dessa forma haverá uma captura mais justa sobre o risco sistemático de referência.

Risco de Intervenção Regulatória

15. A literatura e a prática internacional reconhecem que o regulador deve levar em consideração os diversos tipos de risco incorridos pela concessionária, incluído nesse rol o risco regulatório.
16. Em sua abordagem metodológica, baseada no CAPM, a ARSESP sugere que a medida do risco específico do setor de distribuição de gás seja estimada pelo beta de uma “seleção de empresas cujo core business é a distribuição de gás”, mais especificamente das empresas da Grã-Bretanha, cujo modelo de regulação por *price cap* se assemelha ao adotado no estado de São Paulo.
17. Acreditamos que o método proposto pela agência subestima o risco regulatório corrido pela concessionária, à medida que a semelhança entre a regulação de São Paulo e Grã-Bretanha se restringe à teoria. Na prática, o que temos visto é uma regulação inconstante, onde a própria agência – no caso a ARSESP - introduz risco regulatório e insegurança jurídica, conforme demonstrado pelas seguintes evidências:
 - i. Sucessivas postergações da Revisão Tarifária da Comgás, que deveria ter sido finalizada em maio de 2014.
 - ii. Não aplicação da inflação integral quando da postergação da revisão de 2014.
 - iii. Projeção excessivamente otimista de volume nos últimos dois ciclos tarifários, levando a desvios relevantes em relação à meta regulatória e consequente insuficiência de retorno, à despeito do cumprimento de todas as obrigações de investimento por parte da concessionária (Anexo I). Com efeito, o volume acumulado ex-termogeração distribuído no segundo e terceiro ciclos tarifários foi

aproximadamente 5 bilhões de m³ inferior à meta determinada pela ARSESP (Anexo II).

- iv. Inovação na proposta de metodologia do 4º Ciclo Tarifário, ao retirar ilegalmente o VEM da base de remuneração regulatória, levando a redução imediata de R\$ 410 milhões no valor de mercado da companhia.

18. Em face ao exposto, sugerimos que a agência proponha metodologia de cálculo capaz de capturar o prêmio adicional de “risco de intervenção regulatória”.

Spread Corporativo

19. Na Nota Técnica nº RTG/01/2014, mais precisamente na página 29, a ARSESP utiliza como “spread adicional em função de qualificação, (...) a média dos spreads estimados pela Reuters com uma maturidade de 10 anos para a qualificação BBB- no período de 1999 a 2013”.

20. Atualmente, as agências classificadoras de risco qualificam a Comgás como risco BB+ (Fitch Ratings) e Ba2 (Moody’s Investors Service).

21. Dessa forma, sugerimos que a ARSESP utilize como spread adicional em função da qualificação a média dos spreads estimados pela Reuters com uma maturidade de 10 anos para a qualificação BB+.

Essas são nossas considerações.

Sem mais para o momento, subscrevemo-nos.

Atenciosamente,



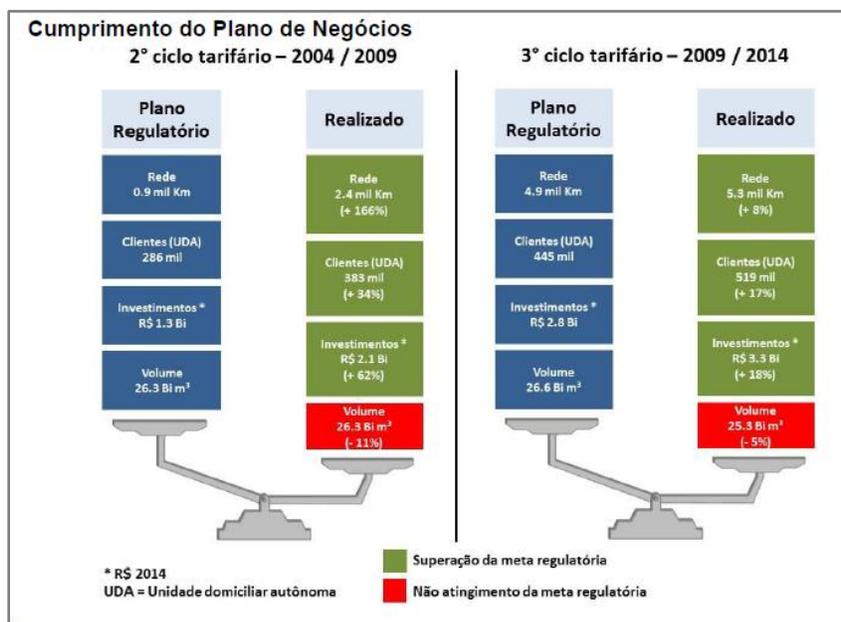
Alexandre Martins



Eduardo Laudares

ANEXO I

Comparação entre o Plano de Negócios utilizado pela ARSESP para o cálculo do PO no 2º e 3º Ciclos tarifários e os resultados auferidos pela Comgás.



ANEXO II

Comparação histórica entre o Volume estabelecido pela ARSESP ao volume efetivamente vendido pela Comgás ao longo dos últimos 2 ciclos.

