

<p><b>Participante: Gas Natural São Paulo Sul S.A</b></p> <p><b>Responsável: Claudia Henrique Provasi</b></p>		
Dispositivo da minuta	Contribuição e justificativa	Redação sugerida para o dispositivo
3.1 Estrutura de Capital (Wd e We)	<p>A Arsesp passou a considerar a BRRL para cálculo da estrutura de capital próprio, onde o cálculo é o Passivo oneroso / BRRL. Recomenda-se utilizar o índice de alavancagem da própria distribuidora, com base nas respectivas demonstrações financeiras, onde, no caso da Comgás, o percentual de Participação de Capital de Terceiro reduziria de 50,3%, proposto pela Arsesp, para 44,5%.</p> <p>Nossas críticas a esta nova metodologia da Arsesp são:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Metodologia aplicada não é amplamente praticada do mercado e nem por reguladores como Aneel.</li> <li>• O valor da BRRL está em aberto na consulta pública CP11/2018, a Arsesp está propondo alterar a metodologia de cálculo da BRRL aplicada na última RTI, isso irá gerar incertezas no processo de definição da WACC.</li> </ul> <p>Propõe-se que a Arsesp utilize o índice de alavancagem financeira. Esse índice corresponde a dívida líquida dividida pelo capital total. A dívida líquida, por sua vez corresponde ao total de empréstimos de curto e longo prazo, conforme demonstrado no balanço patrimonial, subtraído do montante de caixa e equivalentes de caixa. O capital total é apurado através da soma do patrimônio líquido, conforme demonstrado no balanço patrimonial, com a dívida líquida.</p> <p>Entende-se que este cálculo é mais alinhado as práticas comuns do mercado e reflete de maneira mais exata a situação do capital da Companhia.</p>	
3.4 Estimativa do parâmetro beta	<p>A Arsesp utiliza como referência uma lista da Bloomberg com 18 empresas do mesmo setor da Comgás, o Beta encontrado desalavancados é de 0,54, praticamente o mesmo levantado pela Boston Consulting Group (BCG) em seu relatório para a 4ª Revisão de tarifas da Ceg / Ceg rio, no estado do Rio de Janeiro, onde foram utilizadas 23 empresas do mesmo setor, utilizando a fonte ORBIS, com o beta médio desalavancados de 0,54. Destas 18 empresas levantadas pela Arsesp, 11 estão na lista da proposta da BCG.</p> <p>Sugere-se que a Arsesp complemente a lista de 18 empresas com as 12 empresas faltantes, levantadas pelo BGC na listagem da ORBIS, com isso o Beta médio desalavancados modificaria de 0,54 para 0,55.</p> <p>Empresas não listadas pela Arsesp e presentes no relatório do BCG:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Cheniere Energy Inc – LNG US</li> <li>2. DCP Midstream LP - DCP US</li> <li>3. Delta Natural Gas Co Inc - DGAS US</li> <li>4. Enbridge Inc - SEP US</li> <li>5. Energy Transfer Equity LP – ETE US</li> <li>6. Kinder Morgan Inc - KMI US</li> <li>7. Loews Corp - BWP US</li> <li>8. Oneok Inc - OKE US</li> <li>9. RGC Resources Inc - RGCO US</li> <li>10. South Jersey Industries Inc - SJI US</li> <li>11. Spire Inc - SR US</li> <li>12. The Williams Companies Inc - WMB US</li> </ol> <p>Diversos reguladores, de diversos países com o modelo price cap, têm proposto a utilização de uma parcela adicional no beta (ex. ARSESP, CRE-México, CREG-Colômbia, OFGEM-UK), uma vez que o modelo regulatório utilizado no Brasil de price cap é diferente do mercado norte-americano de cost plus. Dado que no modelo brasileiro existe um risco de que parte dos aumentos dos custos tenham que ser absorvidos pela concessionária, impactando na rentabilidade.</p> <p>A Arsesp em sua última nota técnica nº RTG/02/2016, reconheceu a diferença do</p>	

	<p>beta entre os mercados de price cap brasileiro e o cost plus norte-americano. Recomenda-se que se mantenha o entendimento da Arsesp, que também é compartilhado por diversos reguladores pelo mundo. No caso da proposta da BCG o parâmetro beta adicional utilizado foi o mesmo que no México de 0,20. Sugere-se utilização um diferencial de risco regulatórios de 0,20</p>																																																						
<p>3.5 Prêmio de Risco País (Rp)</p>	<p>Recomenda-se utilizar a série completa do índice EMBI+ de 01/01/1995 a 31/12/2017. O motivo é adoção de uma janela que compreenda o período de avaliação da execução do investimento, alinhado com o tempo ao qual o investidor está exposto ao risco. Utilizando a recomendação da janela completa o período coincide com o ano de início da avaliação do investimento na concessão pela COMGAS, capturando o risco país ao qual esteve exposta a empresa ao longo da avaliação e execução do investimento. Adicionalmente, recomenda-se utilizar a mediana sobre um maior número de observações, para suavizar o efeito do alto grau de volatilidade, a utilização da janela completa apresenta uma assimetria menor do que com 15 anos, alinhada com as justificativas dadas para as janelas empregada no Rf e Rm, onde também, estão sendo consideradas todos os estágios de desenvolvimento da economia e mercado norte-americano dos últimos 30 anos. Com a recomendação o percentual aumenta de 2,5%, proposto pela Arsesp, para 3,88%.</p>																																																						
<p>3.7 Estimativa de inflação dos EUA</p>	<p>Propõe-se que a Arsesp utilize janelas de 10 anos. Uma janela de 10 anos, está em linha com metodologias semelhantes adotadas por outros reguladores. Referências levantadas não utilizam prazo tão longo para inflação 15 anos, como a ARSESP anteriormente, a ARSAE e a BnetZA, agência regulatória de telecomunicação da Alemanha. Os resultados com 10 anos podem ser considerados consistentes para a previsão de inflação para os próximos 5 anos, devido a uma menor assimetria, onde a média é praticamente igual a mediana. Com a recomendação o percentual reduziria de 2,09%, proposto pela Arsesp, para 1,62%.</p>																																																						
<p>4 CÁLCULO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL</p>	<p>Consolidando as variáveis recomendadas nesta contribuição apresentada, ponderando pela alavancagem de 44,52% para Capital de terceiros, obtém-se um Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) real de 11,21% frente a proposta da Arsesp de 8,18%.</p> <table border="1" data-bbox="363 1093 1177 1765"> <thead> <tr> <th rowspan="2">Índice</th> <th colspan="3">Contribuição GNSPS 2018</th> </tr> <tr> <th>Critério</th> <th>Janelas de tempo</th> <th>Valor</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>% Participação de Capital de Terceiro</td> <td>Índice de alavancagem financeira (Divida líquida / Capital Total)</td> <td>média 5 anos</td> <td>44,52%</td> </tr> <tr> <td>Taxa Livre de Risco (Rf)</td> <td>T. Bond de 10 anos - média dos retornos anuais de 1988 a 2017</td> <td>média 30 anos</td> <td>4,92%</td> </tr> <tr> <td rowspan="3">Calculo do Beta (<math>\beta</math>)</td> <td>Beta Desalavancado (30 ind) Bloomberg Professional+ORBIS.</td> <td></td> <td>0,55</td> </tr> <tr> <td>Parcela Risco Regulatório</td> <td>5 anos</td> <td>0,20</td> </tr> <tr> <td>Beta Total Desalavancado Beta Total Alavancado</td> <td></td> <td>0,75 1,15</td> </tr> <tr> <td>Prêmio de Risco Mercado</td> <td>S&amp;P 500 Damodaran - (Rf)</td> <td>média 30 anos</td> <td>7,11%</td> </tr> <tr> <td>Risco Brasil</td> <td>EMBI+BR mediana de 1995 a 2017</td> <td>mediana 22 anos</td> <td>3,88%</td> </tr> <tr> <td>Inflação Norte Americana</td> <td>CPI US média de 2008 a 2017</td> <td>média 10 anos</td> <td>1,62%</td> </tr> <tr> <td colspan="3"><b>Custo de Capital de Próprio Real (ddi)</b></td> <td><b>15,13%</b></td> </tr> <tr> <td>Risco de Crédito</td> <td>Spread médio dos títulos com rating da COMGÁS (BB) (IGUUC510 Bloomberg)</td> <td>média 5 anos</td> <td>3,38%</td> </tr> <tr> <td colspan="3"><b>Custo de Capital de Terceiros Real (ddi)</b></td> <td><b>6,32%</b></td> </tr> <tr> <td colspan="3"><b>WACC Real (ddi)</b></td> <td><b>11,21%</b></td> </tr> </tbody> </table>	Índice	Contribuição GNSPS 2018			Critério	Janelas de tempo	Valor	% Participação de Capital de Terceiro	Índice de alavancagem financeira (Divida líquida / Capital Total)	média 5 anos	44,52%	Taxa Livre de Risco (Rf)	T. Bond de 10 anos - média dos retornos anuais de 1988 a 2017	média 30 anos	4,92%	Calculo do Beta ( $\beta$ )	Beta Desalavancado (30 ind) Bloomberg Professional+ORBIS.		0,55	Parcela Risco Regulatório	5 anos	0,20	Beta Total Desalavancado Beta Total Alavancado		0,75 1,15	Prêmio de Risco Mercado	S&P 500 Damodaran - (Rf)	média 30 anos	7,11%	Risco Brasil	EMBI+BR mediana de 1995 a 2017	mediana 22 anos	3,88%	Inflação Norte Americana	CPI US média de 2008 a 2017	média 10 anos	1,62%	<b>Custo de Capital de Próprio Real (ddi)</b>			<b>15,13%</b>	Risco de Crédito	Spread médio dos títulos com rating da COMGÁS (BB) (IGUUC510 Bloomberg)	média 5 anos	3,38%	<b>Custo de Capital de Terceiros Real (ddi)</b>			<b>6,32%</b>	<b>WACC Real (ddi)</b>			<b>11,21%</b>	
Índice	Contribuição GNSPS 2018																																																						
	Critério	Janelas de tempo	Valor																																																				
% Participação de Capital de Terceiro	Índice de alavancagem financeira (Divida líquida / Capital Total)	média 5 anos	44,52%																																																				
Taxa Livre de Risco (Rf)	T. Bond de 10 anos - média dos retornos anuais de 1988 a 2017	média 30 anos	4,92%																																																				
Calculo do Beta ( $\beta$ )	Beta Desalavancado (30 ind) Bloomberg Professional+ORBIS.		0,55																																																				
	Parcela Risco Regulatório	5 anos	0,20																																																				
	Beta Total Desalavancado Beta Total Alavancado		0,75 1,15																																																				
Prêmio de Risco Mercado	S&P 500 Damodaran - (Rf)	média 30 anos	7,11%																																																				
Risco Brasil	EMBI+BR mediana de 1995 a 2017	mediana 22 anos	3,88%																																																				
Inflação Norte Americana	CPI US média de 2008 a 2017	média 10 anos	1,62%																																																				
<b>Custo de Capital de Próprio Real (ddi)</b>			<b>15,13%</b>																																																				
Risco de Crédito	Spread médio dos títulos com rating da COMGÁS (BB) (IGUUC510 Bloomberg)	média 5 anos	3,38%																																																				
<b>Custo de Capital de Terceiros Real (ddi)</b>			<b>6,32%</b>																																																				
<b>WACC Real (ddi)</b>			<b>11,21%</b>																																																				