

**CONTRIBUIÇÃO DA ABRACE À NOTA TÉCNICA N°  
RTG/01/2014**

**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 2014

## CONSIDERAÇÕES INICIAIS

A Agência Reguladora de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo (Arseps), dentro do processo de revisão tarifária da Comgás, abre espaço para discutir com a sociedade a determinação do custo médio ponderado de capital das concessionárias de gás canalizado do estado. A participação de todos os agentes interessados, com ampla publicidade de informações tidas como essenciais, garante um processo transparente e isonômico em um mercado onde estes princípios são imprescindíveis, já que os usuários não têm a opção de escolher seu prestador de serviço de distribuição de gás natural canalizado.

A opção pelo método do custo médio ponderado do capital (WACC) sinaliza o amadurecimento regulatório do mercado paulista, o diferenciando de todos os outros estados brasileiros, que muitas vezes têm o retorno das distribuidoras fixado em contrato e nem sequer permitem o debate em torno dessa matéria. A Abrace, no decorrer de sua contribuição, apresentará algumas objeções aos números apresentados pela Arseps, por exemplo, em relação aos níveis propostos para o risco-país. Na prática, a Agência está visualizando um cenário de risco soberano superior àquele enxergado em 2009, o que sugere um contrassenso dado a disparidade entre o contexto de crise e grande incerteza na economia mundial há cinco anos e agora, em 2014.

Ao mesmo tempo, a Arseps propõe uma estrutura de capital que privilegia uma composição com maior participação de capital de terceiros, acompanhando a evolução mostrada pelo balanço da Comgás no último ciclo tarifário, utilizando o patamar de 60% como benchmarking para as outras distribuidoras paulistas. Dessa maneira, está-se reconhecendo uma potencial alteração nas condições de acesso ao mercado desde a instalação da crise em 2009, que possibilitou à distribuidora da região metropolitana de São Paulo uma elevação de 15 pontos percentuais na parcela de terceiros em sua estrutura de capital.

Vale ressaltar, que a taxa de retorno proposta para a Comgás na nota técnica, especificamente, está em um patamar bastante elevado, se comparado com o que a Aneel sugere para as distribuidoras de energia elétrica em consulta pública aberta este ano e o número aprovado para outras concessões de serviço público, como de rodovias em 2013. Em ambos os setores, as taxas giram em torno de 7%. Fica claro aqui, a necessidade de se discutir as premissas e parâmetros utilizados pela Arseps em seus cálculos para a definição de um WACC que destoa do que se verifica em atividades econômicas que em muito se assemelham, tendo em vista a natureza dos negócios.

## ESTRUTURA DE CAPITAL

Na nota técnica nº RTG/01/2014, a Arsesp lista cinco parâmetros que devem ser levados em consideração na determinação da estrutura de capital mais adequada:

- O risco do negócio;
- Incentivos fiscais para dedução de juros da dívida;
- Estrutura dos Ativos;
- Condições de mercado para emissão de dívida;
- Recomendações das agências qualificadoras de risco.

Pode-se considerar que os três primeiros são menos propensos a alterações devido a situações conjunturais, o que já não pode se dizer em relação às condições de acesso ao mercado de capitais e o que dizem as agências de classificação de risco. Ainda em 2009, a Arsesp utilizou o contexto de crise internacional para embasar a definição do percentual de participação de terceiros em 45%, valor que também se aproximava ao praticado pela Comgás à época. Por se tratar de um contexto de crise, era prudente conjecturar um ambiente menos amigável para captações de recursos no mercado, ao passo que a qualificação das agências poderia se alterar abruptamente em virtude do estresse e desconfiança que rondava o mercado financeiro internacional.

Ao sugerir, agora em 2014, um percentual de 60% para capital de terceiros, a Agência reconhece uma alteração no padrão de comportamento do mercado, com condições que certamente propiciam um maior nível de captação de recursos de outras fontes que não a dos acionistas das concessionárias. A manutenção do rating da Comgás em Baa3 (primeiro nível de grau de investimento), pela Moody's, é uma demonstração clara de que a empresa manteve-se bem posicionada à luz dos critérios de classificação. A evolução de sua estrutura de capital nos últimos anos, com o percentual de terceiros em sua estrutura de capital atingindo a marca de 69,2% em 2013, não permite outra avaliação.

A Abrace entende que o patamar sugerido pela Arsesp, de 60% para a participação de terceiros no financiamento das atividades da empresa, é congruente com a evolução dos fatores que embasam a determinação da estrutura de capital, à luz dos parâmetros sugeridos pela própria Agência e listados anteriormente. As demais variáveis de risco, entretanto, devem refletir a alteração ocorrida nos últimos anos no contexto econômico mundial e que é reconhecida pela Arsesp ao elevar em 15 pontos percentuais o patamar ótimo da parcela de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa.

Importante mencionar a afirmação da Agência, na mesma nota técnica já citada, de que a estrutura de capital das outras duas concessionárias paulistas não corresponde às melhores práticas do setor. A aplicação do mesmo percentual para todas as distribuidoras configura-se, entretanto, em um incentivo e um reconhecimento, pela Agência, de que é preciso seguir o padrão tido como ótimo em relação à gestão financeira da concessão. Por outro lado, ao mesmo tempo em que vê essa situação como um problema de eficiência, a Arsesp considera também ser necessário aplicar um prêmio adicional para as distribuidoras "menores" do estado, como se a escala justificasse um comportamento diferente em relação ao que é feito pela Comgás, por exemplo, na composição do capital que financia o seu negócio.

A Agência não apresenta, entretanto, casos práticos onde a escala do negócio nas duas concessões tenha acarretado maiores dificuldades para um maior acesso ao mercado de capitais, o que diminuiria o custo de capital das empresas. Adicionalmente, vale ressaltar que as duas concessionárias tem no seu quadro de acionistas controladores grupos de grande hígidez financeira que contribuem para mitigar qualquer dificuldade no acesso ao capital de terceiros. O exemplo das empresas do setor elétrico, conforme a tabela 1 da nota técnica nº RTG/01/2014 da Arsesp, mostra uma estrutura de capital com forte presença de capital de terceiros mesmo naquelas consideradas menores, demonstrando que as concessionárias do interior paulista são uma exceção e possuem uma estrutura de capital ineficiente ao se financiarem apenas com capital próprio, conforme dito na mesma nota técnica.

Uma estrutura de capital que tenha a prevalência de capital próprio traz como resultado final óbvio um custo de capital mais elevado. O setor elétrico brasileiro possui inúmeras empresas distribuidoras de escala infinitamente menor que aquelas consideradas de maior porte, e nem por isso a Aneel considera qualquer diferencial na taxa de retorno entre as mesmas. Adiciona-se a esse argumento o fato de que há muita subjetividade na definição do conceito de “firma pequena” além de o beta setorial já considerar o risco de liquidez que poderia estar associado a empresas pequenas.

Além disso, as concessionárias beneficiadas pelo prêmio de tamanho são empresas subsidiárias de grandes conglomerados, fazendo com que o potencial delta de risco seja minimizado em virtude do compartilhamento de liquidez e garantias. A Gás Brasileiro, por exemplo, pertence a uma sociedade que conta com a Gasmig e a própria Petrobrás, tendo, portanto, grandes grupos econômicos em sua estrutura acionária. Já a Gás Natural São Paulo Sul pertence à multinacional Gás Natural Fenosa, que entre outros ativos possui as concessões de gás canalizado do segundo maior mercado brasileiro, o estado do Rio de Janeiro.

Dessa maneira, ao mesmo tempo em que a Abrace apoia a composição da estrutura de capital proposta pela Arsesp, já adianta sua contribuição no sentido de que não seja considerado qualquer adicional de risco por tamanho de empresa no custo de capital próprio das concessionárias Gás Brasileiro e Gás Natural São Paulo Sul, pelos argumentos listados abaixo.

## **CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO**

### **Taxa livre de risco**

Assim como em 2009, a Arsesp defendeu a adoção de horizontes temporais entre 5 e 10 anos para a definição da taxa livre de risco em conjunturas macroeconômicas normais, que tradicionalmente é calculada a partir da média histórica do retorno do título de 10 anos do Tesouro Americano. Naquele ano, a Agência arbitrou um método diferente, definindo uma janela temporal de poucos meses em virtude do contexto de crise profunda da economia mundial e o claro cenário de incertezas.

Para o próximo ciclo tarifário, no entanto, a Arsesp propõe a adoção de uma média histórica mais extensa, por entender que a situação atual da economia brasileira sugere a necessidade de maior cautela. Contudo, o ativo utilizado como parâmetro para a taxa livre de risco é um título de dívida de um outro país, no caso, os Estados Unidos (EUA). Ao defender um horizonte de tempo maior para a definição da variável, e, assim, sugerir um número mais elevado para

ela, a Arsesp deve ter em vista as projeções que levam em conta a economia americana, e não a brasileira. Pois, o regulador tenta, em um processo de revisão tarifária quinquenal, estabelecer o melhor número possível para o período desejado, de modo a refletir da melhor maneira os próximos cinco anos.

Dessa maneira, olhando os números que se referem à economia dos EUA, o que se percebe é uma melhora gradual dos seus fundamentos macroeconômicos, mas ainda com baixo crescimento do seu produto, o que sugere um horizonte de juros ainda comprimidos no curto e médio prazos. Assim, a Abrace propõe que seja mantido o conceito defendido pela própria Agência, no ciclo tarifário atual, e se utilize o período máximo de 10 anos para o cálculo da média histórica da taxa livre de risco, considerando que não há um ambiente de anormalidades macroeconômicas no contexto da economia americana.

A média aritmética, nesse caso, pode ser o recurso estatístico a ser utilizado, uma vez que na série histórica de dez anos não há situações em que os números sofram transformações atípicas e que possam “contaminar” todo o resultado. Para o período proposto, entre os anos de 2004 e 2013, a taxa livre de risco considerada na proposta da Associação é de 3,75%.

### **Cálculo do Risco País**

Apesar de citar a evolução da economia brasileira, tanto macroeconômica quanto institucional, citando o atingimento do *investment grade* para os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, por exemplo, a Arsesp utiliza uma média aritmética que inclui o período pré-eleitoral de 2002, que por ser um ano completamente atípico, afeta toda a série considerada. A inércia gerada pelos picos produzidos nos últimos meses daquele ano e o início de 2003 altera o padrão de comportamento dos números. Ou seja, trata-se de um contexto que sugere a utilização da mediana como a melhor medida estatística para que os números reflitam de forma mais fiel a evolução sofrida pelo parâmetro desde então, já que ela não sofre a influência de eventos extremos.

#### **Marcos N. Magalhães e Antonio Carlos P. Lima, 2004**

Quando uma ou mais observações da amostra são bastante discrepantes do que é verificado no restante, a média será diretamente influenciada por esses desvios, o que a torna inadequada para representar o conjunto de números com essas características (Magalhães e Lima, 2004). Segundo Pachani (2009), a média pouco resiste à influência de dados muito grandes ou pequenos, independente da frequência com que aparecem na amostra. O autor identifica situações onde a mediana demonstra ser a melhor opção, como quando “há valores extremos que afetam, de maneira acentuada, a média aritmética (...)”.

O efeito da utilização da média e não da mediana entre os anos de 2001 e 2013 demonstra o quanto os números daqueles poucos meses que antecederam e sucederam as eleições de 2002 afetam as estimativas. A primeira medida resulta em um número de 447 pontos, enquanto que a segunda apresenta o valor de 251. São muito evidentes os efeitos produzidos por esse período em toda a série histórica, bastando para isso visualizar o gráfico que a própria Agência disponibiliza na página 16 de sua nota técnica.



Em 2009, quando a Arsesp utilizou um período bastante curto para fazer a média a ser utilizada, sob o argumento da crise internacional, a entidade chegou ao valor de 463 pontos, o equivalente a 4,63% de prêmio. Agora em 2014, utilizando uma média entre os anos de 2000 e 2013, a Agência sugere 469 pontos, ou 4,69%, como melhor estimativa a ser utilizada para o risco-país no próximo quinquênio tarifário. Fica clara a incongruência, dado a disparidade entre o contexto econômico que naquele momento afetava a decisão da Agência e o que se pode verificar atualmente, tanto mais benigno se comparado com o que ocorria naquele ano.

O reconhecimento sobre a evolução da economia nacional tem de se refletir nos números sugeridos para o cálculo do custo de capital. O amadurecimento dos fundamentos macroeconômicos nacionais é visível e incontestável, inclusive pela própria série histórica utilizada. A despeito da situação doméstica requerer maior atenção, tendo em vista a questão inflacionária e elevação recente dos juros, a economia internacional experimenta números e projeções que em nada se comparam com o que se via e esperava em 2009. Assim, como sustentar que o risco país brasileiro deverá se manter acima do que a Arsesp previra naquele ano no próximo quinquênio? Tal projeção, inclusive, se mostrou muito acima do que foi verificado, na prática.

Em sua proposta para o WACC das distribuidoras de energia elétrica, que encontra-se em período de consulta pública, a Aneel sugere a adoção da mediana dos últimos 15 anos, chegando ao valor de 280 pontos, ou 2,80%, quase dois pontos percentuais abaixo do sugerido pela Agência paulista.

A Abrace, por sua vez, sugere que a Arsesp mantenha a coerência e utilize um horizonte temporal de não mais que dez anos, uma vez que os fundamentos macroeconômicos nacionais se mantêm relativamente estáveis e cujos desafios são conhecidos e gerenciáveis. Assim, a Associação propõe que seja utilizada a mediana dos últimos dez anos, entre 2004 e 2013, mantendo coerência com o período considerado no cálculo da taxa livre de risco, para o risco país a ser considerado no cálculo do custo de capital próprio, resultando no valor de 2,75% ou 275 pontos.

### **Prêmio de risco de mercado**

Em relação a este parâmetro, a Arsesp optou por não seguir o método utilizado na última revisão tarifária, quando combinou as séries históricas fornecidas pelo Ibbotson Associates e pelo Damodaran, sem que fosse dada uma justificativa para tal alteração. O número fornecido por esse último é marginalmente inferior à da primeira base citada, e se trata de um conjunto de informações disponíveis a todos os agentes. Por Damodaran, o prêmio de mercado seria de 6,19%, sendo resultado da média histórica do período 1928- 2012 dos retornos anuais do Índice S&P 500 da Bolsa de Nova Iorque (11,26%) subtraída da média de retornos anuais do Treasuries americanos de 10 anos na mesma série de tempo (5,07%).

Trata-se de duas bases de dados igualmente reconhecidas e respeitadas. Entretanto, a Agência não fornece em sua totalidade os números que levaram ao resultado de 6,77% como prêmio de mercado, não informando qual a média dos retornos desde 1926 no mercado acionário americano, usado como referencia, nem dos títulos do tesouro americano no mesmo período.

Assim, em nome da transparência e da estabilidade das regras, a Abrace sugere a utilização da média entre as duas bases de dados, propondo o valor de 6,48% para ser considerado no cálculo do custo de capital próprio sob a metodologia CAPM.

Tabela 1 – Custo de Capital Próprio – Proposta da Abrace

Parâmetros utilizados	
Taxa livre de risco	3,75%
Prêmio de risco de mercado	6,48%
Risco país	2,75%
Beta	0,78
Prêmio por risco de tamanho	-
Custo de Capital Próprio (nominal)	11,06%

### CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Considerando que a taxa livre de risco e o risco país seguem os mesmos números propostos anteriormente, o foco aqui se dá sobre a metodologia proposta para o cálculo do risco de crédito. A Arsesp propõe a utilização da média entre os spreads sobre ativo livre de risco cobrados em títulos com classificações Baa3/BBB- e Ba3/BB- em uma série de tempo que vai desde 2000 até 2013.

O vício do método proposto pela Agência está no fato de considerar um spread superior ao de fato exigido da Comgás, que conta com a nota Baa3 na Moody's, segundo aponta o seu balanço financeiro. Ou seja, ao não considerar a média histórica do melhor rating entre as distribuidoras de gás do estado, a Arsesp admite um prêmio adicional de 0,77% no custo de capital de terceiros da Comgás ao passo que não utiliza esse fator como um mecanismo de incentivo às demais concessionárias.

Da mesma maneira que a estrutura de capital é definida buscando um nível ótimo na composição dos recursos do balanço das empresas, a qualificação escolhida pela Agência deve também ter esse objetivo. Ou seja, deve-se utilizar a maior classificação verificada no benchmarking utilizado como parâmetro. A Comgás tem uma classificação Baa3 há bastante tempo, o que não justifica a utilização de outro rating além do que inclusive já é verificado na prática.

Para as outras duas concessionárias, mesmo não possuindo um rating igual ao da Comgás, a elas deve servir como incentivo a escolha de um rating superior para que busquem uma melhor classificação. Ao utilizar uma média considerando dois "extremos" a Arsesp utiliza um dado que permite um ganho indevido à Comgás, enquanto que não estará incentivando, verdadeiramente, uma melhor gestão por parte das outras duas concessionárias paulistas.

Dessa maneira, a Abrace sugere que seja adotada apenas a média obtida para o rating Baa3/BBB-, que para o período de dez anos, entre 2004 e 2013, seguindo o padrão proposto pela Associação: 205 pontos, ou 2,05%.

Tabela 2 – Custo de Capital de Terceiros – Proposta da Abrace

Parâmetros utilizados	
Taxa livre de risco	3,75%
Risco de Crédito	2,05%
Risco país	2,75%
Custo de Capital de Terceiros (nominal)	8,6%

#### CUSTO DE CAPITAL REAL

Para deflacionar o custo de capital encontrado na metodologia e, assim, chegar a um número tido como real, a Arsesp utiliza uma média de várias projeções da inflação americana para os próximos dois anos, de diferentes entidades. Contudo, é o único parâmetro, em toda a metodologia, que não tem seu cálculo efetuado com base em séries históricas de dados. A Agência não lista qualquer argumento para embasar a sua decisão, que a princípio é discricionária, descaracterizando o método geral seguido até então.

Assim como para a variável de inflação, poderiam ser buscadas projeções para a taxa de juros de longo prazo dos Treasuries de 10 anos, um dado que possui importância macroeconômica equivalente. Outra questão que se abre é por que a opção por projeções para os próximos dois anos, já que poderia ser apenas para o próximo ano, ou para os próximos cinco anos. Trata-se de uma decisão arbitrária do regulador, que optou pelo método que se traduziria em uma taxa real de retorno maior do que aquela que seria obtida utilizando-se uma medida estatística que levasse em consideração o passado recente.

De forma a preservar o princípio da isonomia e manter a coerência na definição dos parâmetros de cálculo do custo de capital das concessionárias, a Abrace sugere que seja utilizada a média dos últimos dez anos para o cálculo do deflator a ser considerado. Tomando a média aritmética para o período de 2004 a 2013, da inflação dos EUA, o deflator proposto pela Associação é de 2,38%.

#### PROPOSTA ABRACE PARA A TAXA DE RETORNO

**De posse de todos os parâmetros, a Abrace sugere, portanto, que o WACC a ser considerado para o próximo ciclo tarifário, sem distinção entre as concessionárias, é de 5,5% em bases reais, sendo o número nominal de 8%.** Comparado com o número proposto pela Arsesp percebe-se uma distância muito significativa, o sugere à Agência que revise os números



considerados inicialmente, de forma a confrontar e qualificar a taxa de retorno que por fim será definida.

Abaixo, apresentamos na tabela 3 um resumo dos valores sugeridos para cada parâmetro da fórmula de cálculo do custo médio ponderado de capital:

Tabela 3– Custo de Capital Médio Ponderado – Proposta da Abrace

Custo de Capital Próprio	
Taxa livre de risco	3,75%
Prêmio de risco de mercado	6,48%
Risco país	2,75%
Inflação americana	2,41%
Beta	0,78
Prêmio por risco de tamanho	-
Custo de Capital Próprio (nominal)	11,6%
Custo de Capital de Terceiros	
Taxa livre de risco	3,75%
Risco de Crédito	2,05%
Risco país	2,75%
Custo de Capital de Terceiros (nominal)	8,6%
Estrutura de Capital	
Capital de Terceiros	60%
Capital Próprio	40%
Alíquota IR	34%
<b>WACC Nominal</b>	<b>8,0%</b>
<b>WACC Real</b>	<b>5,5%</b>

**Elaboração**

Rivaldo Moreira Neto  
Especialista em Energia Térmica

Ricardo de Azambuja Pinto  
Coordenador de Energia Térmica