



RELATÓRIO CIRCUNSTANCIADO

Assunto: Proposta de Custo Médio Ponderado de Capital a ser aplicado na 4ª Revisão Tarifária Ordinária da Companhia de Gás de São Paulo – Comgás - CP nº 10/2018



SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	3
2.	CONTRIBUIÇÕES COMUNS ÀS CONSULTAS PÚBLICAS Nº 10, 11, 12/2018	5
3.	CÁLCULO DAS VARIÁVEIS DO MODELO WACC/CAPM	7
3.1	Estrutura de Capital	7
3.2	Taxa de Retorno Livre de Risco	9
3.3	Prêmio de Risco do Mercado	9
3.4	Estimativa do Parâmetro Beta	10
3.5	Prêmio de Risco País	12
3.6	Estimativa de Risco de Crédito	13
3.7	Estimativa de inflação dos EUA	14
4.	CÁLCULO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL	16



1. INTRODUÇÃO

A Arsesp realizou a Consulta Pública nº 10/2018 no período de 21/12/2018 a 07/01/2019 para recebimento de contribuições sobre a proposta de Custo Médio Ponderado de Capital para o processo da 4ª Revisão Tarifária Ordinária da Companhia de Gás de São Paulo – Comgás, que está detalhada na Nota Técnica Preliminar NT.F-0028-2018, disponibilizada no site da Arsesp.

Este Relatório Circunstanciado apresenta as análises e os esclarecimentos da Arsesp sobre todas as contribuições recebidas no âmbito da referida consulta pública. A descrição das contribuições é apresentada, sempre que possível, em sua íntegra, sendo que o texto completo e as apresentações estão disponíveis para consulta no site da Arsesp. Apresentaram contribuições:

- Associações de consumidores de gás natural (contribuição conjunta): Associação Técnica Brasileira das Indústrias Automáticas de Vidro – ABIVIDRO; Associação Brasileira de Grandes Consumidores Industriais de Energia e de Consumidores Livres – ABRACE; Associação Brasileira da Indústria Química – ABIQUIM; Associação Paulista das Cerâmicas de Revestimento – ASPACER; e Associação Nacional dos Consumidores de Energia – ANACE
- Companhia de Gás de São Paulo – Comgás
- Federação das Indústrias do Estado de São Paulo – FIESP
- Fundação Instituto de Administração - FIA
- Gas Brasileiro Distribuidora S/A
- Gás Natural São Paulo Sul S.A – Naturgy

Adicionalmente, este relatório apresenta as considerações da Arsesp em relação à proposta de solução de controvérsias judiciais consubstanciada no Memorando de Entendimentos firmado em 13 de abril de 2018 entre Comgás, Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), Associação Técnica Brasileira das Indústrias Automáticas de Vidro (ABIVIDRO), Associação Brasileira de Grandes Consumidores Industriais de Energia e de Consumidores Livres (ABRACE), Associação Brasileira da Indústria Química (ABIQUIM), Associação Paulista das Cerâmicas de Revestimentos (ASPACER) e a Associação Nacional dos Consumidores de Energia (ANACE), recebido pela Agência, por intermédio da Secretaria de Energia e Mineração, como contribuição prévia ao processo.

Para efeito desta Consulta Pública, foram avaliados exclusivamente aspectos do Memorando de Entendimentos relacionados à determinação do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) a ser aplicado na 4ª Revisão Tarifária da Comgás. Questões relacionadas ao cálculo em si e aos valores a serem considerados serão objeto de análise pela Agência por ocasião da consulta pública da Nota Técnica Preliminar do Cálculo da Margem Máxima, Fator X e Estrutura Tarifária (etapa 12 do cronograma de eventos – Deliberação Arsesp nº 840/2018).

Neste Relatório Circunstanciado a Arsesp agrupou as contribuições por tema. As respostas da Agência foram classificadas em: aceitas, aceitas parcialmente e não aceitas, e todas estão justificadas. Também estão apresentadas, neste relatório, as contribuições que ratificam a proposta da Arsesp e, por isso, não sugerem



RC.F-0001-2019

alterações. O Custo Médio Ponderado de Capital obtido após a incorporação das contribuições aceitas integral ou parcialmente nesta consulta pública será apresentado na Nota Técnica Final.



2. CONTRIBUIÇÕES COMUNS ÀS CONSULTAS PÚBLICAS Nº 10, 11, 12/2018

- **Companhia de Gás de São Paulo – Comgás (Contribuição Comum às CPs 10, 11 e 12):**

Em vista de todo o exposto, entende-se adequado que a agência confirme expressamente, no respectivo relatório circunstanciado, os seguintes pontos:

(a) que os mencionados processos de consulta pública em curso não se prestam para materialização de eventual via ordinária para implementação das 3ª e 4ª RTQ, sendo seu escopo direcionado exclusivamente à avaliação da proposta de solução de conflitos objeto do Memorando; e

(b) considerando que a solução apresentada no Memorando e seus anexos “devem ser interpretados como um conjunto indissociável de propostas”, a adoção de um quadro tarifário distinto do proposto pelas signatárias demandará o fomento de um novo consenso para a manutenção da via alternativa. Em não sendo possível delinear uma nova solução consensual, a ARSESP deverá retomar a via ordinária para a conclusão da 3ª RTQ e, somente então, iniciar e concluir a 4ª RTQ.

Resposta: Contribuição não aceita.

- **Federação das Indústrias do Estado de São Paulo – FIESP (Contribuição Comum às CPs 10, 11 e 12):**

Em vista de todo o exposto, entende-se adequado que a agência confirme expressamente, no respectivo relatório circunstanciado, os seguintes pontos:

(a) que os mencionados processos de consulta pública em curso não se prestam para materialização de eventual via ordinária para implementação das 3ª e 4ª RTQ, sendo seu escopo direcionado exclusivamente à avaliação da proposta de solução de conflitos objeto do Memorando; e

(b) considerando que a solução apresentada no Memorando e seus anexos “devem ser interpretados como um conjunto indissociável de propostas”, a adoção de um quadro tarifário distinto do proposto pelas signatárias demandará o fomento de um novo consenso para a manutenção da via alternativa. Em não sendo possível delinear uma nova solução consensual, a ARSESP deverá retomar a via ordinária para a conclusão da 3ª RTQ e, somente então, iniciar e concluir a 4ª RTQ.

Resposta: Contribuição não aceita.

Justificativas:

O Memorando de Entendimentos (ME), celebrado em abril de 2018, entre a concessionária Comgás e alguns agentes do setor, foi um importante mecanismo para ponderar os interesses envolvidos e dar continuidade ao processo de Revisão Tarifária Ordinária (RTO).

É importante ressaltar que a Arsesp e o Poder Concedente não são signatários do ME. Apesar da relevância da iniciativa, o processo de RTO deve ser realizado nos termos da legislação e do próprio Contrato de Concessão, logo não pode ser substituído pelo ME.



O ME foi recebido como contribuição ao processo de consulta pública, no âmbito da presente RTO, e suas premissas serão consideradas nos Relatórios Circunstanciados das RTs, entretanto, tal documento, a toda evidência, não se enquadra na hipótese do art. 26, do Decreto-Lei 4657/1962 (LINDB), alterado pela Lei 13.655/2018, uma vez que dele não foi signatária a Administração Pública, restringindo-se, exclusivamente, a pessoas jurídicas de Direito Privado.

A Agência não poderia renunciar ou ser desonerada de suas atribuições de reger e observar as etapas previstas para o processo de RTO, conforme Contrato de Concessão CSPE 01/99, celebrado entre a Comgás e o Poder Concedente, o que causaria insegurança jurídica.

Acerca das afirmações de que o ciclo atual deveria contemplar uma Revisão Tarifária Extraordinária, há que se esclarecer que não concorrem motivos para que o rito ordinário seja alterado. Ainda, conforme prevê a Décima Sexta Subcláusula, da Cláusula Décima Primeira, do Contrato de Concessão: “a CSPE poderá, a qualquer tempo, proceder a revisão das tarifas, visando manter o equilíbrio econômico-financeiro deste Contrato, **sem prejuízo dos reajustes e revisões previstos neste Contrato, caso hajam variações, para mais ou para menos, significativos nos custos da CONCESSIONÁRIA**” (grifo nosso). Desta forma, fica evidente que uma Revisão Extraordinária não substitui a realização de Revisões Ordinárias.

Assim, a Arsesp adotará a via ordinária para desenvolvimento da Terceira e da Quarta Revisão Tarifária, observando as disposições do Contrato de Concessão e seus Aditivos, bem como as etapas de Consulta Pública e Audiência Pública. Ato contínuo, a Agência analisará as contribuições e justificará o seu acatamento ou não.

Cumpre-nos esclarecer, ainda, que conforme informado pela Arsesp, por meio do Ofício OF.P-0110-2018, enviado à Secretaria de Energia e Mineração (publicado nas Consultas Públicas nº 10/2018, 11/2018 e 12/2018) e reiterado no considerando da Deliberação Arsesp nº 840/2018, o ME está sendo recebido como contribuição ao processo de RTO. A análise da Agência Reguladora nas etapas da RTO seguirá o devido processo, norteada pelo princípio da transparência e publicidade.

Importante, também, ressaltar que a tese trazida não encontra amparo na Lei 1.025/2007 (Lei de Criação da Arsesp), posto que caberá à Arsesp, nos termos do art. 4º, promover os atos componentes da revisão tarifária, ou seja, não há possibilidade legal de substituir o procedimento de revisão tarifária por um acordo levado a efeito por entidades interessadas, para que este seja submetido tão somente à validação e/ou ratificação por parte da Agência Reguladora, sob pena de se praticar ato administrativo inválido, eivado de vício de desvio de finalidade.

A numeração sequencial, prevista na Quinta Subcláusula, da Cláusula Décima Primeira, do Contrato de Concessão, está garantida na medida em que Terceira e Quarta Revisões estão representando os respectivos ciclos (Quarto e Quinto), ambas em obediência aos ritos ordinários que lhe competem, sob o teor da Lei 1.025/2007 (Lei de Criação da Arsesp). Nada obsta, portanto, que o ciclo consecutivo (Quinto) seja promovido, conforme o cronograma publicado na Deliberação Arsesp nº 840/2018 para evitar a incidência de atraso.

Do ponto de vista da metodologia regulatória, a execução de uma RTO envolve o realinhamento das tarifas para preservar o equilíbrio econômico-financeiro da concessão, dado um conjunto de premissas sobre



a evolução de mercado, nível de investimentos e custos eficientes da empresa concessionária ao longo do próximo ciclo tarifário. Este cálculo não exige a conclusão de processos tarifários anteriores, uma vez que eventuais ajustes compensatórios podem ser aplicados a qualquer momento.

A Arsesp reforça que é imperiosa a execução da 4ª RTO em sua data prevista no Contrato de Concessão, evitando que a análise do equilíbrio econômico-financeiro não concluída na 3ª RTO se estenda por mais um ciclo tarifário.

A afirmativa de que a regularidade (e legalidade) das Consultas Públicas está ligada à validação da proposta contida no Memorando de Entendimentos de forma indissociável está despida de fundamento legal, pois sua validação como uma alternativa à Revisão Tarifária contraria as competências da Agência Reguladora, que tem como atribuição promover os estudos e análises técnicas para realizar cada etapa do processo tarifário.

Por derradeiro, reiteramos que a Agência não se furtará ao cumprimento de seu dever legal e não poderá, em nenhuma hipótese, deixar de apresentar suas análises fundamentadas no curso regular da Revisão Tarifária, sob o comando da legislação de regência.

- **Associações de Consumidores de Gás Natural (Contribuição Comum às CPs 10, 11 e 12):**

Com relação ao Custo Médio Ponderado de Capital (NT.F 0028), as Associações congratulam as escolhas da agência, que se mostram em linha com a postura precedente deste órgão.

3. CÁLCULO DAS VARIÁVEIS DO MODELO WACC/CAPM

3.1 Estrutura de Capital

- **Memorando de Entendimentos:**

Propõe que a estrutura de capital seja calculada a partir da proporção entre o passivo oneroso (incluindo proteção cambial) sobre a base de remuneração da última revisão tarifária concluída (2009) atualizada por investimentos, depreciação e baixas.

Resposta: Contribuição não aceita

- **Gás Natural São Paulo Sul S.A - Naturgy:**

A contribuição sugere que a Arsesp utilize o índice de alavancagem financeira, a partir do demonstrado no balanço patrimonial. Esse índice corresponde a dívida líquida dividida pelo capital total, sendo a dívida líquida o total de empréstimos de curto e longo prazo subtraído do montante de caixa e equivalentes de caixa e o capital total a soma do patrimônio líquido com a dívida líquida. A contribuição entende que este cálculo é mais alinhado as práticas comuns do mercado e reflete de maneira mais exata a situação do capital da Companhia.

Resposta: Contribuição aceita



Justificativas:

A proposta inicial da Arsesp utilizava a mesma metodologia de outros processos de revisão tarifária da Arsesp, que também foi adotada no Memorando de Entendimentos, apenas retirando o *hedge* do Passivo Oneroso por entender que este seguro não deve estar no cálculo da alavancagem padrão para a metodologia CAPM em um sistema de regulação por incentivos. Até mesmo porque, neste caso, não se busca a verificação da composição (dívida externa versus interna), nem o custo efetivo da dívida da concessionária para estabelecimento do custo de capital de terceiros. A Agência, entretanto, considerou válida a contribuição da Naturgy que propõe uma metodologia mais alinhada com as práticas do mercado.

- **Companhia de Gás de São Paulo – Comgás**
- **Federação das Indústrias de São Paulo – FIESP**
- **Fundação Instituto de Administração - FIA:**

As contribuições das entidades acima citadas seguem o mesmo princípio, reiterando a proposta de metodologia para estrutura de capital usada no Memorando de Entendimentos. Tal metodologia propõe a inclusão dos instrumentos derivativos registrados contabilmente no Ativo e no Passivo do Balanço Patrimonial da concessionária (*hedge* da dívida) no Passivo Oneroso

Segundo as contribuições, esses instrumentos têm a função de proteger a concessionária do impacto de variações cambiais sobre as captações realizadas em moeda estrangeira, práticas comuns em uma concessionária relacionada à infraestrutura, que, por outro lado, têm as receitas em moeda brasileira.

Argumentando que a utilização dos instrumentos de proteção cambial é inerente à dívida estrangeira e essencial para garantir que a concessionária não fique vulnerável a especulações cambiais, com risco inclusive de interrupção de suas atividades, as contribuições propõem a inclusão das proteções da dívida no cálculo da alavancagem, reduzindo o custo do *hedge* no valor do Passivo Oneroso Líquido.

Resposta: Contribuição não aceita

Justificativa:

Para o estabelecimento da Estrutura de Capital, não se busca a verificação da composição da dívida (dívida externa versus interna), nem o seu custo efetivo para estabelecimento do custo de capital de terceiros. No regime de regulação por incentivos não se determina o custo efetivo da dívida, mas sim um parâmetro regulatório para estrutura de capital.

- **Gás Brasileiro Distribuidora S/A:**

Concorda com a ARSESP que para definição da estrutura de capital, a utilização da estrutura atual de financiamento da concessionária é a mais adequada.



3.2 Taxa de Retorno Livre de Risco

- **Memorando de Entendimentos:**

Propõe o uso de uma média da série de 30 anos dos títulos do tesouro norte-americano com vencimento em dez anos (T-Bond 10y)

Resposta: Contribuição aceita

Justificativa:

Na Nota Técnica Preliminar já foi adotada a média da série de 30 anos dos títulos do tesouro norte-americano com vencimento em dez anos (T-Bond 10y).

- **Gás Brasileiro Distribuidora S/A:**

Concorda com a utilização da medida de tendência central como a média e uma janela temporal maior de dados, uma vez que as estatísticas descritivas demonstraram maior coerência com a prerrogativa de se evitar que dados extremos causem distorções exageradas.

- **Federação das Indústrias de São Paulo – FIESP:**

Para a FIESP o cálculo da Arsesp segue a mesma técnica adotada nas revisões tarifárias anteriores, portanto, de acordo com os princípios de previsibilidade e transparência que devem nortear o cálculo da taxa WACC.

3.3 Prêmio de Risco do Mercado

- **Memorando de Entendimentos:**

Propõe uma série de 30 anos do SP500 (valor médio mensal) somado a dividendos atualizados pela inflação.

Contribuição aceita parcialmente

Justificativa:

A Arsesp usou o período de 30 anos do referido índice (SP500), mas utilizou, ao invés do valor médio mensal, o preço final do mês. Com relação aos dividendos, a Arsesp utilizou seus valores nominais, sem correção por inflação, uma vez que se busca identificar o rendimento no mês específico e não um ganho acumulado entre a data de distribuição de dividendos e o período atual. Essa metodologia é a mesma adotada pelo Professor A. Damodaran e atende às práticas usuais de análise.



- **Gás Brasileiro Distribuidora S/A:**

Concorda com a utilização da mesma janela temporal empregue na metodologia da taxa livre de risco, a fim de se manter coeso o modelo.

- **Federação das Indústrias de São Paulo – FIESP:**

A FIESP utilizou a fonte de dados adotada pela ANEEL para estimar o retorno do S&P 500, índice chamado de “S&P Total Return - SP500TR”, que já considera os dividendos pagos na formação do número índice. Assumindo o número índice do último dia do ano, o cálculo da média anual resulta no mesmo número indicado pela Arsesp. Portanto, a FIESP considera este número consistente.

3.4 Estimativa do Parâmetro Beta

- **Memorando de Entendimentos:**

A contribuição propõe a utilização do beta desalavancado médio de um conjunto de 18 empresas (abaixo) e realavancá-lo com a estrutura de capital da proposta e o imposto de 34%.

1. Amerigas Partners-Lp
2. Atmos Energy Corp
3. Chesapeake Utilities Corp
4. National Fuel Gas Co
5. New Jersey Resources Corp
6. Nisource Inc
7. Northwest Natural Holding Co
8. One Gas Inc
9. Sempra Energy
10. Southwest Gas Holdings Inc
11. Ugi Corp
12. Vectren Corp
13. Western Gas Equity Partners
14. Wgl Holdings Inc
15. Antero Midstream Partners Lp
16. Eqgp Holdings Lp
17. Archrock Inc
18. Rice Midstream Partners Lp

Resposta: Contribuição aceita parcialmente

- **Gás Natural São Paulo Sul S.A - Naturgy:**

Sugere que se incorpore outras 12 empresas listadas pela Boston Consulting Group (BCG) em seu relatório para a 4ª Revisão de tarifas da Ceg / Ceg Rio, no Estado do Rio de Janeiro:



1. Cheniere Energy Inc – LNG US
2. DCP Midstream LP - DCP US
3. Delta Natural Gas Co Inc - DGAS US
4. Enbridge Inc - SEP US
5. Energy Transfer Equity LP – ETE US
6. Kinder Morgan Inc - KMI US
7. Loews Corp - BWP US
8. Oneok Inc - OKE US
9. RGC Resources Inc - RGCO US
10. South Jersey Industries Inc - SJI US
11. Spire Inc - SR US
12. The Williams Companies Inc - WMB US

Resposta: Contribuição aceita parcialmente

Justificativa:

A Arsesp aceita as empresas listadas nas contribuições apresentadas, retirando apenas a Cheniere Energy Inc que possui um grau de alavancagem (D/E) atípico de 2043%, fugindo do padrão observado nas demais. Contudo, foi utilizado beta alavancado das mesmas, desalavancando-o pela sua estrutura de capital e o imposto efetivamente pago, inferindo para os dados de imposto faltantes a mediana dos demais conjuntos. Encontrado o beta desalavancado médio, realavanca-se pela estrutura de capital proposta para a Concessionária com impostos de 34%.

- **Companhia de Gás de São Paulo – Comgás**
- **Federação das Indústrias de São Paulo – FIESP**
- **Fundação Instituto de Administração - FIA:**

As contribuições das instituições acima sugerem que se use a mediana como medida de tendência central do imposto efetivamente pago nos casos de indisponibilidade de informação das empresas listadas em virtude do alto nível de assimetria e desvio padrão, mantendo coerência com a Nota Técnica da Arsesp que estabelece que “no caso de haver uma assimetria considerável ela pode ser superada pela mediana ou a moda como melhor medida de tendência”.

Resposta: Contribuição aceita

Justificativa:

A Arsesp reconhece que neste caso a mediana é a melhor medida de tendência para os impostos efetivamente pagos pelas empresas americanas, adotando-a conforme descrito na justificativa anterior.



- **Gás Natural São Paulo Sul S.A - Naturgy**
- **Fundação Instituto de Administração - FIA:**

Ambas contribuições atentam para a diferença de modelos regulatórios entre o brasileiro e o americano (*price cap* versus *cost plus*) e seu impacto no beta. A contribuição da Naturgy sugere, inclusive, o mesmo prêmio adicional usado pelo Boston Consulting Group (BCG) na revisão da Ceg, que também foi usado no México (0,20%).

Resposta: Contribuição não aceita

Justificativa:

A Arsesp não aceita a inclusão por entender que a questão não esteja pacificada. Paupério (2012) e Gaggero (2007, apud in PAUPÉRIO, 2012) contestam essa diferença. Paupério, inclusive cita que a ANEEL, que antes usava o beta de ajuste de risco regulatório, suprimiu o componente no seu terceiro ciclo de revisão tarifária.

- **Gás Brasileiro Distribuidora S/A:**

Concorda com a utilização do Beta de empresas comparáveis do setor de distribuição de gás natural dos Estados Unidos, mesmo havendo diferenças de modelos regulatórios, já que as demais variáveis no cálculo do CAPM foram feitas a partir de dados do mercado Norte-Americano.

3.5 Prêmio de Risco País

- **Memorando de Entendimentos:**

Utiliza a mediana da série de 15 anos do índice EMBI+ do IPEADATA.

Resposta: Contribuição aceita parcialmente

- **Companhia de Gás de São Paulo – Comgás**
- **Federação das Indústrias de São Paulo – FIESP:**

Pedem a inclusão de 3 pontos cujas datas coincidem com finais de semana no cálculo da mediana, alegando que estes fazem parte da evolução diária do histórico do indicador. Argumentam que na base de cálculo utilizada pela ARSESP, apesar da não consideração das datas que coincidiam com finais de semana, várias datas que fazem parte do calendário nacional de feriados foram consideradas.

Resposta: Contribuição não aceita

Justificativa:



A Arsesp usou exatamente o mesmo índice e a mesma janela do Memorando de Entendimentos, apenas retirou da série três pontuações conferidas em finais de semana. A Arsesp entende que esses dados são erros da fonte, uma vez que representam três casos isolados de pontuação no final de semana e ainda repetem a pontuação do dia de semana imediatamente anterior, fugindo do padrão da série. Não há por que deixar de considerar as pontuações publicadas em dias de feriado nacional, uma vez que o cálculo e a publicação se dá em função do mercado norte-americano.

- **Gás Natural São Paulo Sul – Naturgy:**

A contribuição recomenda a utilização da série completa do índice EMBI+ de 01/01/1995 a 31/12/2017, justificando-a em função desta representar uma janela que compreende o período de avaliação da execução do investimento e desta apresentar uma simetria maior do que o período de 15 anos utilizado na Nota Técnica. Como medida de tendência sugere a mediana para suavizar o efeito do alto grau de volatilidade.

Resposta: Contribuição aceita parcialmente.

Justificativa:

A Arsesp entende que o objetivo da medida de tendência é a projeção para o futuro. Nesse sentido, o período anterior a 2003, em especial na véspera da troca de governo de 2002 para 2003, contempla um comportamento irracional e atípico das expectativas de mercado que levaram o risco país a outro patamar, cuja chance de ser alcançado novamente é extremamente remota. A título de comparação, na recente crise dos meses que antecederam o último *impeachment* presidencial, o risco país chegou à casa dos 500 pontos. Já pouco antes das eleições de 2002, quase alcançou-se a casa dos 2500 pontos. A Arsesp entende que o período de 2003 a 2017 marca um ciclo de expectativas mais estáveis, que reflete melhor as condições econômicas atuais e, portanto, utiliza a janela de 15 anos, adotando a mediana como medida de tendência central para mitigar a influência de *outliers*.

- **Gás Brasileiro Distribuidora S/A:**

Concorda com a metodologia utilizada.

3.6 Estimativa de Risco de Crédito

- **Memorando de Entendimentos:**

Propôs o uso do risco de crédito atribuído a Sabesp em sua última revisão.

Resposta: Contribuição não aceita

Justificativa:



Apesar de o *rating* ser o mesmo, assim como o tamanho da janela, o período a ser considerado é outro (já que as revisões se deram em períodos diferentes). A janela da Sabesp acaba em 2016 e da Comgás em 2017.

- **Companhia de Gás de São Paulo – Comgás**
- **Federação das Indústrias de São Paulo – FIESP**
- **Fundação Instituto de Administração - FIA:**

As contribuições sugerem o uso de um indexador mais adequado para refletir o *rating* e também o setor no qual a concessionária se encontra. Este indexador, composto por empresas do setor *utilities* de rating BB no terminal Bloomberg, é IGUUU510.

Resposta: Contribuição aceita

Justificativa:

A Arsesp entende que o indexador sugerido reflete melhor o risco de crédito da empresa, uma vez que além do *rating* reflete também o setor. Pondera, entretanto, que a série desse indexador tem início em setembro de 2013 e a série da taxa livre de risco a ser descontada precisa cobrir o mesmo período, não considerando, portanto, os oito primeiros meses de 2013 (diferentemente do cálculo apresentado pela FIA).

3.7 Estimativa de inflação dos EUA

- **Memorando de Entendimentos:**

Propôs a utilização da média aritmética de um período de 15 anos do Consumer Price Index, mantendo o critério usado na revisão da Sabesp.

Resposta: Contribuição aceita

Justificativa:

A Arsesp manteve a mesma metodologia utilizada na 2ª Revisão Tarifária Ordinária da Sabesp.

- **Gás Natural São Paulo Sul – Naturgy:**

A contribuição recomenda janela de 10 anos, para adequá-la a metodologias semelhantes adotadas por outros reguladores e por ter menor assimetria do que a de 15 utilizada pela Arsesp.

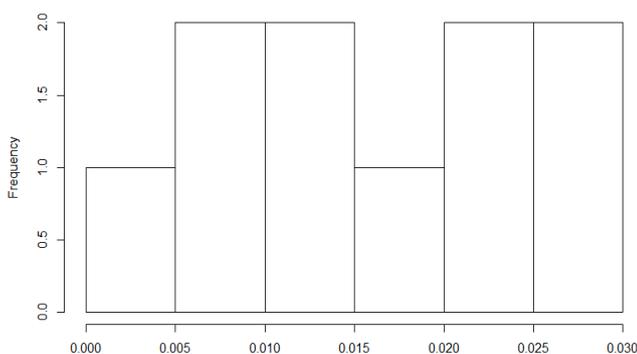
Resposta: Contribuição não aceita

Justificativa:

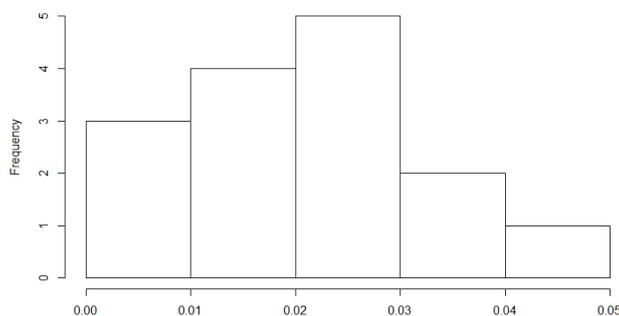


Como já dito, a Arsesp entende que o objetivo da medida de tendência é a projeção para o futuro. Nesse sentido, depois de um período de quatro anos seguidos de inflação abaixo da meta americana (alcançando 0,76% e 0,73% em 2014 e 2015 respectivamente), há uma clara tendência de alta nos últimos dois anos. Embora a metodologia use o passado para prever o futuro, metodologias de previsão inflacionária como a da OCDE confirmam essa tendência. Estatisticamente, ainda que a assimetria do período de 10 anos seja levemente menor do que a do período de 15 anos, o histograma do segundo está mais próximo da normalidade, como se pode verificar nos gráficos abaixo.

10 anos



15 anos



- **Gás Brasileiro Distribuidora S/A:**

Concorda com a metodologia utilizada.



- **Federação das Indústrias de São Paulo – FIESP:**

A FIESP considera o cálculo de acordo com as melhores práticas, pois adota a média histórica do índice de inflação oficial dos Estados Unidos, eliminando a subjetividade da estimativa e conferindo reprodutibilidade e previsibilidade para o cálculo.

4. CÁLCULO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

As taxas para o Custo Médio Ponderado de Capital propostas nas contribuições, bem como o resultado dos valores calculados pela Arsesp estão consolidados na tabela a seguir.

Estrutura de Capital	Contribuições recebidas			Arsesp	
	Memorando	Fiesp e Comgás	Naturgy	NT Inicial	NT Final
(A) Participação de Capital Próprio (W_E)	55,50%	55,50%	55,48%	49,69%	55,47%
(B) Participação de Capital de Terceiro (W_D)	44,50%	44,50%	44,52%	50,31%	44,53%
Custo de Capital Próprio (r_E)					
(1) Taxa de Livre Risco	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%
(2) Taxa de Retorno de Mercado	12,60%	12,03%	12,03%	12,03%	12,03%
(3) Prêmio Risco de Mercado = (2)-(1)	7,68%	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%
(4) Beta Desalavancado	0,5186	0,5426	0,7500	0,5376	0,5345
(5) IR + CSLL (T)	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
(6) Beta Alavancado = (4)*[1+(((B)/(A))*(1-(5)))]	0,7930	0,8297	1,15	0,8968	0,8177
(7) Prêmio de Risco do Negócio e Financeiro = (6)*(3)	6,09%	5,90%	8,16%	6,38%	5,82%
(8) Prêmio Risco Brasil	2,51%	2,51%	3,88%	2,50%	2,50%
(9) Taxa de Inflação Americana	2,09%	2,09%	1,62%	2,09%	2,09%
(10) r_E Nominal = (1)+(7)+(8)	13,52%	13,33%	16,96%	13,80%	13,24%
(11) r_E Real = [(10)+1]/[1+(9)]-1	11,20%	11,01%	15,13%	11,47%	10,92%
Custo de Capital de Terceiros (r_D)					
(12) Taxa de Livre Risco = (1)	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%	4,92%
(13) Prêmio Risco Brasil = (8)	2,51%	2,51%	3,88%	2,50%	2,50%
(14) Risco de Crédito	3,52%	3,51%	3,38%	3,38%	3,42%
(15) r_D Nominal antes de impostos = (12)+(13)+(14)	10,95%	10,94%	12,18%	10,80%	10,84%
(16) r_D Nominal após impostos = (15)*[1-(5)]	7,23%	7,22%	8,04%	7,13%	7,16%
(17) r_D Real após impostos = [(1)+(16)/[1+(9)]-1	5,03%	5,03%	6,32%	4,93%	4,96%
WACC					
	8,45%	8,34%	11,21%	8,18%	8,27%

*A Naturgy acrescenta uma fração de risco de 0,2 ao beta desalavancado de 0,55

A memória de cálculo será apresentada na Nota Técnica Final e na planilha a ser publicada no site da Arsesp.



EQUIPE TÉCNICA:

- Edgar Perlotti - Assessor
- Marco Tsuyama Cardoso – Especialista em Regulação e Fiscalização de Serviços Públicos
- Mario Roque Bonini – Assessor (cedido)

São Paulo, 05 de Fevereiro de 2019

Atenciosamente,

Camila Elena Muza Cruz
Superintendente de Análise Econômico-Financeira

Paulo Arthur Lencioni Góes
Diretor de Relações Institucionais
Respondendo pela Diretoria de Regulação Econômico-Financeira e de Mercados

Código para simples verificação: 4d02923f80150821. Havendo assinatura digital, esse código confirmará a sua autenticidade. Verifique em <http://certifica.arsesp.sp.gov.br>