

Parecer Técnico:

Revisão Tarifária Concessões Gás Canalizado  
do Estado de São Paulo - 4º Ciclo

Análise dos Critérios para Determinação do  
WACC

**Junho de 2014**

## **Nota Preliminar:**

Este parecer foi preparado de forma independente e sem compromisso de resultados por solicitação da Associação Técnica Brasileira das Indústrias Automáticas de Vidro, Abavidro (Contratante), com finalidade gerencial e para uso interno. Em função da contundência das conclusões técnicas e pelo desvelamento que se faz de diversas e graves falhas regulatórias em curso e agravamento, estes resultados não devem ser tornados públicos em nome da Consultoria Actio Mercatoria. A Contratante poderá usar este Parecer Técnico em procedimentos judiciais, administrativos ou em comunicações de mídia, no todo ou em parte, desde que assuma para si e como bons, os argumentos, metodologias e conclusões aqui postas, sendo, neste caso, perfeitamente razoáveis e permitidas as referências de autoria “Actio Mercatoria”.

A Actio Mercatoria volta a agradecer a oportunidade pela ABIVIDRO para colaborar com os esforços desta Associação no sentido de monitorar e contribuir para a construção de um aparato regulatório de excelência no Estado de São Paulo e no Brasil.

Neste Parecer Técnico, consideram-se as informações constantes na NT ARSESP nº RTG/01/2014, que estabelece a metodologia e calcula o Custo Médio Ponderado de Capital (*wacc*) para as três concessões de distribuição de Gás Natural sob sua regulação: COMGAS, São Paulo Sul e Gás Brasileiro.

### **Questões Preliminares**

Preliminarmente, deve-se destacar três problemas sintomáticos e preocupantes na implementação dos trabalhos desta RT do 4º Ciclo das concessões de distribuição de gás natural no Estado de São Paulo:

- (i) **O importante e não justificável atraso na apresentação das metodologias para determinação do *wacc*, do Fator de Ajuste K e das Margens Máximas para a concessão COMGAS** – Já transcorreram 5 anos da fixação das Margens Máximas para o 3º Ciclo COMGAS, ocorrida em 29 de maio de 2009. Em pleno curso do 4º Ciclo, apenas em 30 de maio de 2014 a metodologia de cálculo do *wacc* foi submetida à Consulta Pública, tendo-se notícia, em 26 de junho de 2014, da intenção de apresentação das demais metodologias, roteiro e prazo para a conclusão dos trabalhos da RT do 4º Ciclo no dia 10 de julho de 2014. Este tipo de atraso denota falta de planejamento e organização injustificáveis, retirando a previsibilidade e a potência da regulação por incentivos, com prejuízos às concessionárias e usuários;
  
- (ii) **O curto lapso de tempo disponibilizado para a análise e apresentação de contribuições a respeito da metodologia de determinação dos *wacc* para as três concessões e descasamento com o restante da metodologia que definirão as Margens Máximas aplicáveis** – A ARSESP concedeu o exíguo prazo de 30

dias para tratar da metodologia do *wacc*, tema sensível e de alto impacto sobre as Margens Máximas, especialmente pelas inovações idiossincráticas encontradas na proposta *wacc* recentemente tornada pública. Com a notícia de que tornará pública a metodologia completa para a RT Comgás até do dia 10 de julho do corrente ano, concedendo irrisórios 20 dias para análise e contribuições antes da Audiência Pública marcada para 31 de julho de 2014, revela a Reguladora disposição para “compensar” seus atrasos pela redução do espaço e possibilidade de contribuições dos usuários, comprometendo a publicidade e qualidade dos trabalhos;

Em contraponto, lembra-se que a OFGEM, reguladora madura e transparente, costuma levar cerca de um ano com a preparação e aperfeiçoamento das RTs das distribuidoras no Reino Unido, cumprindo prazos e disponibilizando 12 semanas apenas para a discussão da metodologia de cálculo do custo de capital. O atabalhoamento e pressa na calibragem das Margens Máximas para o 4º Ciclo das distribuidoras de gás paulistas maculam procedimentos essenciais à regulação, que não pode ser apenas fachada formal de cumprimento de ritos;

- (iii) A falta de transparência na omissão das planilhas de dados e cálculos usadas para a fixação dos parâmetros regulatórios de determinação dos *wacc* –** recorrentemente denunciada pela ABIVIDRO e outras interessadas em RTs anteriores capitaneadas pela ARSESP. Sendo exíguos os prazos e desejando contribuições úteis e tempestivas, a Reguladora deveria ter tornado públicos e em mídia amigável todos os dados e apontamentos econômétricos que usou na fixação de parâmetros regulatórios.

No conteúdo, conforme detalhamento feito abaixo, a metodologia apresentada pela ARSESP na preparação deste 4º Ciclo tarifário para as concessões de gás expõe:

- (i) Instabilidade regulatória - quando comparada à metodologia usada no 3º Ciclo - ampliando idiossincraticamente o horizonte temporal de 5 para 13

- anos na estimação dos parâmetros (i) Taxa de Retorno Livre de Risco e (ii) Prêmio de Risco Brasil;
- (ii) Inconsistência lógica ao justificar a opção pelo horizonte temporal ampliado na estimação da taxa livre de risco por “por elevação da incerteza no país com relação à manutenção do atual grau de investimento”;
- (iii) Subestimativa do grau de alavancagem, por falta de correção para depreciação e baixa de ativos da Base “virtual” VEM;
- (iv) Questionável inclusão *ad hoc* de prêmio de risco por menor porte das concessões São Paulo Sul e Gás Brasileiro.

### Injustificável aumento do Horizonte Temporal

No Quadro I abaixo colocam-se lado a lado nas três colunas em destaque na direita os *wacc* propostos pela ARSESP e os que seriam obtidos sem os ajustes idiossincráticos do item (i), considerando respectivamente os horizontes temporais de 5 e 10 anos.

Quadro I - Comparativo <i>wacc</i> COMGAS - Efeitos dos Ajustes Idiossincráticos sobre o Horizonte Temporal das Taxas Livres de Risco e do Risco Brasil						
	OFGEM 2012	SABESP 2011	ANEEL 2013	COMGAS 2014 (14 anos)	COMGAS 2014 (5 anos)	COMGAS 2014 (10 anos)
				ARSESP	ACTIO MERCATORIA	
Alavancagem (Wd)	65,00%	47,00%	62,33%	60,00%	60,00%	60,00%
Taxa livre de risco	-	4,19%	4,59%	3,91%	2,68%	3,51%
Beta ajustado por risco regulatório	0,97	0,81	0,92	0,78	0,78	0,78
Prêmio de risco de mercado	-	2,12%	5,33%	6,77%	6,77%	6,77%
Prêmio de risco Brasil	-	2,67%	3,52%	4,69%	2,18%	2,75%
Prêmio tamanho	-	-	-	-	-	-
Impostos	28,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Custo de capital próprio nominal após impostos	6,70%	14,25%	13,43%	13,88%	10,1%	11,5%
Spread corporativo	-	-	1,92%	2,82%	2,82%	2,82%
Custo da dívida nominal antes de impostos	3,60%	8,98%	10,02%	11,41%	7,68%	9,08%
Custos de capital nominal	4,70%	10,34%	9,18%	10,07%	7,09%	8,21%
Inflação esperada	0,67%	2,48%	2,47%	1,77%	1,77%	1,77%
Custo de capital real após impostos	4,00%	7,53%	6,55%	8,15%	5,23%	6,32%

Fonte: Notas Técnicas sobre WACC ARSESP (COMGAS 2009, Concessionárias de Distribuição de Gás 2014), ANEEL (Nota Técnica n. 75/2013-SRE/ANEEL), OFGEM (RIIO-GD1: Final Proposals-Overview 168/12) e Ipeadata.

Nota-se que a ARSESP propõe o uso do horizonte temporal de 14 anos<sup>1</sup> para estimar, por média aritmética, uma Taxa Livre de Risco igual a 3,91% a.a, baseada nos retornos dos Títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos, USTB10, e um Prêmio de Risco Brasil de 4,69% a.a., a partir do EMBI+ Brasil. A partir deste horizonte temporal *ad hoc*, chega-se a

<sup>1</sup> Entre janeiro de 2000 e dezembro de 2013.

um *wacc* real para a COMGAS de 8,15% a.a., considerados todos os demais parâmetros conforme postos pela regulara na NT n° RTG/01/2014.

A ARSESP reconhece que no uso do USTB10 para estimar a taxa livre de risco, “*Em geral, considera-se janelas de tempo de 5 ou 10 anos, pois as mesmas seriam adequadas para estimar a taxa livre de risco em uma situação macroeconômica normal*” (NT n. RTG/01/2014, fl. 10) , reforçando o padrão técnico utilizado na RT do 3º Ciclo COMGAS, quando usou um horizonte temporal de 5 anos, tanto para a a estimação da taxa livre de risco, como para o componente do Prêmio de Risco Brasil. A replicação dos cálculos destes parâmetros respeitando o horizonte temporal de 5 anos gera os resultados mostrados na coluna “COMGAS 2014 (5 anos)”, levando a Taxa Livre de Risco para a casa dos 2,68% a.a. e o Prêmios de Risco Brasil para a ordem de 2,18% a.a., o que faz o *wacc* despencar 35,83%, passando para 5,23% a.a.

É curioso notar que a ARSESP tenta justificar a “escolha” de horizonte temporal para a estimação da Taxa Livre de Risco, pelo diagnóstico que faz do “*momento de conjuntura econômica pelo qual o Brasil passa (alta das taxas de juros, alta da inflação, baixo crescimento), que representa uma maior incerteza para o país com relação à manutenção do atual grau de investimento*”. Realiza, assim, ajuste *ad hoc* à Taxa Livre de Risco por alegado aumento da incerteza, numa contradição em termos que beira o absurdo quando se lembra que a RT do 3º Ciclo COMGAS foi implementada no ápice da Crise Financeira Internacional, que eclodiu em fins de 2008.

Na coluna “COMGAS 2014 (10 anos)”, os cálculos são refeitos usando um horizonte temporal de uma década, finda em dezembro de 2013. Mesmo sem justificativa que amparasse esta mudança da metodologia usada na RT do 3º Ciclo COMGAS, ainda se observaria redução sensível, de 22,39% no *wacc* real, que passaria a ser de 6,32% a.a.

A comparação dos *wacc* sob as diferentes metodologias organizadas no Quadro I pode ser estendida para contrastar o *wacc* de 4,00% a.a. fixado pela OFGEM em 2012 para suas reguladas na distribuição de gás, o *wacc* de 6,55% a.a, determinado pela ANEEL em 2013 e mesmo com o sabidamente exagerado *wacc* de 7,53% a.a., que já decorreria de metodologia usada na RT Sabesp de 2011. Fica evidente a superestimativa implicada no *wacc* COMGAS de 8,15% a.a., em análise direta da metodologia ou com base em *benchmarks* nacionais e estrangeiros, dele só podendo se esperar a posterior fixação de

Margens Máximas frouxas, descalibradas e inconsistentes com a lógica da regulação por incentivos.

### **Ajustes Necessários no Grau de Alavancagem**

Efetivamente, a ABIVIDRO já manifestou anteriormente à ARSESP o desconforto que traz o cálculo independente e separado dos *wacc* e dos demais parâmetros definidores das Margens Máximas permitidas às suas concessionárias, em particular da Base Regulatória de Remuneração Líquida dos ativos, a BRRL.

A Remuneração Regulatória Mínima (RI) prevista no termo  $RI = \frac{(BRRL * wacc)}{(1-T)}$ , é

resultante da produto entre o valor dos ativos específicos da concessão e o *wacc* regulatório, e o que interessa à boa regulação por incentivos é manter a RI próxima aos custos totais da prestação. Exageros em qualquer um destes parâmetros facilmente levam a situações em que os preços teto são superiores aos preços que seriam praticados por monopolistas livres, situação na qual a necessidade de uma reguladora desaparece.

Enquanto se aguardam os referenciais metodológicos completos para o cálculo das Margens Máximas COMGAS para o 4º Ciclo, pode-se adiantar a existência de superestimava do valor dos ativos específicos à concessão, referenciados na Tabela 2 da NT ARSESP nº RTG/01/2014, não apenas pelas distorções trazidas pela metodologia VEM, mas também porque não se tem conhecimento da aplicação de metodologia para depreciar e amortizar, nas proporções em que se faz com os ativos físicos em uso pela COMGAS, os valores dos ativos não físicos que compõem a BRRL.

Pede-se a confirmação da ARSESP para a suspeita de que apenas os ativos físicos, e não os valores do VEM, têm sido submetidos a ajustes por depreciação e baixa de ativos desde o início do 2º Ciclo Tarifário, solicitando acesso aos apontamentos que permitam realizar os ajustes necessários no valor do Ativo Permanente da COMGAS, amortizando-os e depreciando-os como se físicos fossem, já que para efeitos remuneratórios assim são tratados.

Em exercício essencialmente qualitativo, o único possível antes de se ter acesso a tais informações, constrói-se o Quadro II em que se ajustam para baixo os valores dos

ativos permanentes da COMGAS em 2012 e 2013 em 12,5%, passando a soma de R\$ 7.756.822 mil, para R\$ 6.787.219 mil. Este ajuste levaria a um nível de alavancagem de 70% na proporção entre os Passivos Não Correntes e o Valor do Ativo Permanente, o que permite reestimar o *wacc* COMGAS, conforme posto no Quadro II, sob diferentes parâmetros.

Nota-se, inicialmente, que mesmo mantido o injustificável horizonte temporal de 14 anos para a estimação da Taxa Livre de Risco e do Prêmio de Risco Brasil, o cálculo do *wacc* COMGAS sob alavancagem de 70% implica queda no custo médio ponderado de capital da ordem de 7,52%, passando o *wacc* à taxa de 7,54% a.a.

Quadro II - Comparativo <i>wacc</i> COMGAS - Correção Qualitativa no Grau de Alavancagem para a Depreciação do VEM						
	OFGEM 2012	SABESP 2011	ANEEL 2013	COMGAS 2014 (14 anos)	COMGAS 2014 (14 anos)	COMGAS 2014 (5 anos)
				ARSESP	ACTIO MERCATORIA	
Alavancagem (Wd)	65,00%	47,00%	62,33%	60,00%	70,00%	70,00%
Taxa livre de risco	-	4,19%	4,59%	3,91%	3,91%	2,68%
Beta ajustado por risco regulatório	0,97	0,81	0,92	0,78	0,78	0,78
Prêmio de risco de mercado	-	2,12%	5,33%	6,77%	6,77%	6,77%
Prêmio de risco Brasil	-	2,67%	3,52%	4,69%	4,69%	2,18%
Prêmio tamanho	-	-	-	-	-	-
Impostos	28,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Custo de capital próprio nominal após impostos	6,70%	14,25%	13,43%	13,88%	13,9%	10,1%
Spread corporativo	-	-	1,92%	2,82%	2,82%	2,82%
Custo da dívida nominal antes de impostos	3,60%	8,98%	10,02%	11,41%	11,42%	7,68%
Custos de capital nominal	4,70%	10,34%	9,18%	10,07%	9,44%	6,59%
Inflação esperada	0,67%	2,48%	2,47%	1,77%	1,77%	1,77%
Custo de capital real após impostos	4,00%	7,53%	6,55%	8,15%	7,54%	4,73%

Fonte: Notas Técnicas sobre WACC ARSESP (COMGAS 2009, Concessionárias de Distribuição de Gás 2014), ANEEL (Nota Técnica n. 75/2013-SRE/ANEEL), OFGEM (RIIO-GD1: Final Proposals-Overview 168/12) e Ipeadata.

Num cenário mais razoável, exibido na última coluna à direita do Quadro II, o uso de metodologia consistente para o cálculo das taxas de retorno e risco Brasil levaria o *wacc* a 4,73% a.a., ainda 18,73% superior aos 4,00% a.a. praticados pela OFGEM, mas mais próximo de um referencial adequado.

### **Prêmio Tamanho para a SPS e Gás Brasileiro**

Conquanto a ARSESP já tenha em RTs passadas usado o ajuste de risco por porte de empresa concessionária, garantindo acréscimos significativos nos *wacc* das *greenfields*, faltam justificativas regulatórias para a conveniência deste componente que amplia as



tarifas pagas por usuários mas, como já notado em RTs anteriores, não estimula o cumprimento dos planos de investimentos e, por outra via, carece de suporte teórico robusto.

Seria importante indagar à ARSESP qual a justificativa deste afrouxamento tarifário concedido a empresas controladas por grupos econômicos de porte e que não têm respeitado suas metas de investimento? Em que momento, se algum, as concessões do interior

É o Parecer!



Prof. Roland Veras Saldanha Jr.

São Paulo, 30 de junho de 2014.