

DPR-041/2014

Araraquara, 30 de junho de 2014.

Ilmo. José Bonifácio de Souza Amaral Filho

Diretor de Regulação Econômico-Financeira e de Mercados
Agência Reguladora de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo - ARSESP
Av. Paulista, 2313, 2º andar - São Paulo – SP. CEP: 01311-300

C.C. – Sr. Anton Altino Schwyter – Superintendente de Análise Econômica

Assunto: Revisão Tarifária – Contribuições à metodologia do custo de capital

Senhor Diretor,

Em observância ao regulamento da Consulta Pública para contribuições à proposta dessa Agência para 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, com base na Nota Técnica N° RTG/01/2014, a **Gas Brasileiro** apresenta suas contribuições.

Inicialmente cumpre destacar que a metodologia de combinar o uso do WACC/CAPM proposta por essa ARSESP para o cálculo da taxa do custo de capital está bastante alinhada com as melhores práticas do mercado.

Em relação aos parâmetros utilizados pela ARSESP, cabe tecer as seguintes considerações:

1. Prêmio por tamanho da empresa

A **Gas Brasileiro** concorda com o critério utilizado e a metodologia proposta.

2. Prêmio pelo Risco de Mercado

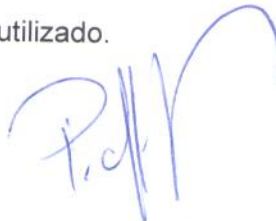
A **Gas Brasileiro** concorda com a metodologia proposta e com a utilização da série histórica para o cálculo.

3. Custo de Capital de Terceiros

A **Gas Brasileiro** concorda com o critério utilizado.

4. Custo de Capital real

A **Gas Brasileiro** concorda com o critério utilizado.



5. Taxa Livre de Risco

A **Gas Brasileiro** concorda com a metodologia e a janela de tempo (15 anos) proposta pela ARSESP. Entretanto ao utilizar a média do período de 2000 a 2013 o período considerado pela Agência é de apenas 14 anos, em dissonância com a janela de tempo proposta na metodologia, razão pela qual é necessário adequar o cálculo. Realizando o mesmo considerando o período de 1999 a 2013, obtém-se o como resultado final da taxa livre de risco o valor de 4,03%.

6. Risco País

A **Gas Brasileiro** concorda com a metodologia utilizada, mas novamente a ARSESP considerou a média aritmética do período de 2000 a 2013. Assim, deve ser utilizado o mesmo critério da taxa livre de risco, para dar mais consistência ao cálculo, devendo-se agregar os dados do ano 1999. Desta forma o resultado final é 5,08%.

7. Risco Cambial

A **Gas Brasileiro** entende que é factível a utilização de instrumentos financeiros para neutralizar os efeitos do risco cambial sistemático, conforme proposto pela ARSESP. Ressalta-se que para garantir a consistência do cálculo das tarifas, deve-se incluir o custo deste instrumento financeiro no plano de negócios regulatório no OPEX da Companhia.

8. Estrutura Ótima de Capital

Para definição do grau adequado de endividamento das concessionárias, a ARSESP fez considerações sobre os percentuais estabelecidos na última revisão da ANEEL (55%) e da SABESP (47%) e, utilizando-se da metodologia de *benchmarking* financeiro, o que a **Gas Brasileiro** está de acordo, utilizou os valores reais da empresa COMGÁS.

O problema no caso em tela não é de ordem metodológica, mas sim na janela utilizada para definir o grau de endividamento. Ao invés da série histórica (2000 a 2013) utilizou-se apenas os valores dos dois últimos anos, sendo um deles (2013) claramente um *outlier*.

Desta forma, propõe-se a utilização de toda a série histórica da empresa COMGÁS, desconsiderando-se os dois *outliers* estatísticos da série (2000 e 2013). Assim, deve-se considerar a média aritmética do grau de endividamento de 2001 a 2012, resultando em um grau de endividamento de 45,28%.

9. Parâmetro Beta

O cálculo do parâmetro beta realizado pela ARSESP utilizou os betas desalavancados de empresas da Grã Bretanha, devido a similaridades dos sistemas regulatórios por incentivo. Todavia a utilização desta referência é inconsistente com as referências utilizadas para o cálculo dos demais parâmetros utilizados na metodologia, quais sejam: prêmio por risco de mercado; taxa livre de risco; inflação esperada, todos lastreados a partir de empresas dos Estados Unidos.

Para manter a consistência das fontes utilizadas, deve-se utilizar as empresas americanas como referência para o cálculo do parâmetro beta. Para tanto deve-se proceder ao devido ajuste pelas diferenças dos sistemas regulatórios. O estudo de Alexander, Mayer y Weeds (1996), citado pela ARSESP, estimou a diferença entre o beta de um sistema híbrido frente aos betas dos EUA de 0,37. Portanto, ao beta do ativo das empresas dos EUA deve adicionar-se o valor mencionado. Dessa forma o beta adequado a ser utilizado é de 1,2095.



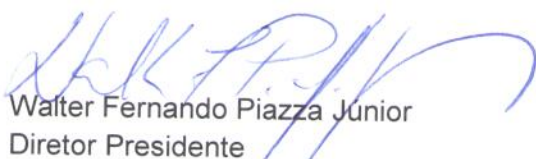
Informarmos que o Relatório da consultoria NOVIX (anexo), empresa especializada contratada pela **Gas Brasileiro**, é parte integrante da presente Carta. O mesmo apresenta em detalhe todas as fundamentações para as alterações propostas. Tais fundamentações incluem as memórias de cálculo, os referenciais teóricos, as fontes utilizadas, e exemplos nacionais e internacionais de reguladores na definição da taxa WACC, consubstanciando todas as alterações pleiteadas na presente Carta.

Por fim, apresenta-se abaixo o cálculo da taxa WACC proposta de acordo com as considerações realizadas na presente Carta e no Relatório anexo e sua comparação com o cálculo realizado pela ARSESP:

Taxa WACC		Arsesp	Proposta
Estrutura Ótima			
Dívida	D	60.00%	45.28%
Capital Próprio	E	40.00%	54.72%
Custo de Capital Próprio		15.19%	18.62%
Taxa livre de risco	Rf	3.91%	4.03%
Prêmio de risco de mercado	(Rm - Rf)	6.77%	6.77%
Beta	Beta	0.78	1.21
Prêmio Risco País	Rp	4.69%	5.08%
Prêmio Risco Tamanho	Rs	1.32%	1.32%
Custo de Capital de Terceiros		11.42%	11.93%
Taxa livre de risco	Rf	3.91%	4.03%
Prêmio Risco País	Rp	4.69%	5.08%
Spread Adicional	SS	2.82%	2.82%
Impostos (%)		34.00%	34.00%
WACC Nominal		10.60%	13.75%
Inflação esperada		1.77%	1.77%
WACC Real (após Impostos)		8.68%	11.77%

A **Gas Brasileiro** se coloca à disposição para esclarecer quaisquer aspectos relacionados às nossas contribuições e aproveitamos a oportunidade para renovar nossos protestos de estima e consideração.

Atenciosamente,



Walter Fernando Piazza Junior
Diretor Presidente

Anexo: Relatório Novix