

# CONTRIBUIÇÃO PÚBLICA PARA O PROCESSO DE REVISÃO TARIFÁRIA DAS CONCESSIONÁRIAS DE DISTRIBUIÇÃO DE GÁS CANALIZADO DO ESTADO DE SÃO PAULO

## Consideração sobre a determinação do Custo Médio de Capital (WACC) - Baseado na Nota Técnica ARSESP RTG/01/2014

30 de Junho de 2014

Autor: Gustavo Henrique Fabricio

Observa-se que um dos fatores de maior discussão e relevância em metodologias de estudo de remuneração de serviços públicos de concessão é a referência ao Custo Médio de Capital (em inglês conhecido pela sigla WACC)

Conforme citado na Nota Técnica ARSESP RTG/01/2014, o modelo utilizado para o cálculo desse parâmetro para empresas concessionárias de gás canalizado é baseado nos modelos da ANEEL, onde para a remuneração de uma BRR (Base de Remuneração Líquida) são considerados, para fim do cálculo da participação de terceiros, quais ativos e passivos devem ser considerados.

Em sua Nota Técnica nº 180/2014-SRE/ANEEL, a Secretaria de Regulação Econômica (SRE) da ANEEL, propõe a metodologia e critérios gerais para definição do custo de capital a ser utilizado no cálculo da remuneração dos investimentos efetuados pelas concessionárias de distribuição por ocasião da Revisão Tarifária Periódica, válidas a partir de 2015, também colocada em audiência pública. Eles consideram no cálculo PO (passivos onerosos), BBR<sub>líquida</sub> (Base de Remuneração Líquida) e AIC (Ativo imobilizado em curso), conforme a equação (6) do artigo III.5 (Método de Cálculo Da Estrutura de Capital) e item 62:

$$\text{Capital próprio} = \frac{PO}{(BBR_{líquida} + AIC)}$$

O resultado final observado para as distribuidoras de energia elétrica é **53%** de alavancagem, não diferenciando por seu tamanho de mercado, ativos ou maturidade, o que nos leva ao primeiro questionamento do modelo adotado pela ARSESP, que é a diferenciação entre o grau de alavancagem utilizado para empresas de gás canalizado e a alavancagem utilizada na revisão tarifária da Sabesp (Nota Técnica N° RTS/01/2011) que foi de **47%**.

**Tabela 1 – Resultado do Custo Médio Ponderado de Capital – WACC**

| <b>CUSTO DE CAPITAL</b>             |              |
|-------------------------------------|--------------|
| Proporção de Capital Próprio        | 47%          |
| Proporção de Capital de Terceiros   | 53%          |
| Taxa livre de risco                 | 5,78%        |
| Prêmio de risco de Mercado          | 5,01%        |
| Beta médio alavancado               | 0,67         |
| Prêmio de risco do negócio          | 3,34%        |
| Prêmio de risco país                | 2,80%        |
| Custo de capital próprio nominal    | 11,92%       |
| Prêmio de risco de crédito          | 3,28%        |
| Custo de dívida nominal             | 11,86%       |
| <b>CUSTO MÉDIO PONDERADO</b>        |              |
| WACC nominal depois de impostos*    | 9,75%        |
| <b>WACC real depois de impostos</b> | <b>7,16%</b> |

Fonte: Proret – Submódulo 2.4 / Resolução Normativa 2014

**Tabela 2 – WACC Regulatório Sabesp**

| <b>WACC regulatório da SABESP</b> |              |
|-----------------------------------|--------------|
| Re                                | 14,39        |
| inflação EUA                      | 2,45         |
| Re Real                           | 11,66        |
| Rf                                | 4,19         |
| MRP                               | 5,88         |
| BETA u                            | 0,81         |
| BETA l                            | 1,28         |
| RP                                | 2,68         |
| Wd                                | 0,47         |
| We                                | 0,53         |
| T                                 | 0,34         |
| D                                 | 47,00        |
| E                                 | 53,00        |
| <b>WACC</b>                       | <b>10,71</b> |
| WACC real                         | 8,06         |

Fonte: ARSESP – Nota técnica N° RTS/01/2011

Aparentemente, temos uma incongruência no texto na Nota Técnica ARSESP RTG/01/2014, artigo 4, página 8:

*“Para o caso do saneamento, a ARSESP definiu no Primeiro Ciclo de Revisões Tarifárias, uma estrutura de capital de 47%, sendo a mesma uma empresa de economia mista madura que presta serviço a 364 municípios do Estado de São Paulo. Cabe notar que, como mostra a Tabela 1, a alavancagem das empresas distribuidoras de grande porte do setor elétrico é de 70%. Porém, e ainda considerando que o setor de distribuição de gás no Estado de São Paulo já*

*passou por um período de amadurecimento, por um critério de prudência, a ARSESP considera adequado limitar a estrutura de capital a ser aplicada no processo de determinação do custo de capital para as concessionárias Comgás, GBD e GNSPS em 60%.”*

**levando-nos aos seguintes questionamentos:**

- 1. Porque existir diferença considerável entre os cálculos de alavancagem para a Sabesp e a Comgás, visto que ambas empresas são consideradas maduras, antigas concessionárias, operam negócios similares e são concessionários de serviços públicos?**
- 2. Dado que a ANEEL tem uma base muito maior e mais extensa para o cálculo do WACC para companhias de concessão pública, reguladas, sendo esse serviço similar ao prestado pelas concessionárias de gás canalizado do Estado de São Paulo, porque não se utilizar de suas bases de cálculo adicionando um prêmio ou desconto por risco específico do negócio?**

Se consideramos as mudanças propostas, considerando uma alavancagem média entre os dados da ANEEL e da ARSESP para a Sabesp, em torno de **50%**, o WACC seria de **8,78%**, superior aos **8,15%** sugeridos, e que ainda poderia ser acrescido com a mudança de outras variáveis do WACC.

Também na Nota Técnica em discussão, temos que a ARSESP decidiu definir o capital a alavancagem a ser utilizada no cálculo do WACC baseada na média simples dos últimos dois anos (2012-2013), onde podemos ter ruído por conta de investimentos desnivelados entre os anos do ciclo. No caso específico de Comgás, tivemos um alto investimento em 2013 (Projeto RETAP) e mudança na dívida com a entrada de debêntures de infraestrutura, alterando significativamente os números da companhia.

Esse ponto nos leva a um novo questionamento: **Porque não se utilizar de uma média dos últimos 5 anos, o que corresponde ao ciclo tarifário inteiro?**

Se consideramos a mudança proposta no cálculo da média, a alavancagem chegaria seria de **52,6%**, e o WACC seria de **8,62%**, também superior aos 8,15% propostos, e que ainda poderia ser maior caso sejam realizadas outras alterações de premissas do WACC.

**Tabela 3 – Estrutura de Capital de terceiros calculada pela ARSESP e novo cálculo proposto pelo autor**

| Ano                    | Ativo Permanente (AP) | Passivo Não Corrente (PNC) | PNC/AP (%)   |
|------------------------|-----------------------|----------------------------|--------------|
| 2001                   | 1.227.833             | 494.825                    | 40,3%        |
| 2002                   | 1.327.149             | 530.290                    | 40,0%        |
| 2003                   | 1.444.914             | 627.506                    | 43,4%        |
| 2004                   | 1.596.635             | 616.948                    | 38,6%        |
| 2005                   | 1.931.924             | 880.091                    | 45,6%        |
| 2006                   | 2.200.487             | 1.045.783                  | 47,5%        |
| 2007                   | 2.420.120             | 1.206.738                  | 49,9%        |
| 2008                   | 2.645.266             | 1.163.206                  | 44,0%        |
| 2009                   | 2.848.701             | 1.211.091                  | 42,5%        |
| 2010                   | 3.038.079             | 1.353.761                  | 44,6%        |
| 2011                   | 3.304.491             | 1.771.392                  | 53,6%        |
| 2012                   | 3.624.159             | 1.933.360                  | 53,3%        |
| 2013                   | 4.132.663             | 2.859.534                  | 69,2%        |
| <b>Média 2012-2013</b> |                       |                            | <b>61,3%</b> |
| <b>Média 2009-2013</b> |                       |                            | <b>52,6%</b> |

Fonte: ARSESP/Autor

A contribuição tem por objetivo levar a discussão ao regulador, visando a manutenção do ambiente regulatório saudável, com pontos positivos tanto para os concessionários quanto para a população atendida, chegando a um grau de alavancagem factível ao negócio.

Atenciosamente,

Gustavo Henrique Fabricio