

Considerações sobre a Determinação do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) para o processo de revisão tarifária das concessionárias de distribuição de gás canalizado no Estado de São Paulo.

Consulta pública de Distribuição de Gás Canalizado nº 02/2014

Referente: Nota Técnica ARSESP RTG01/2014

Autor: Bruno Cabral Bergamasco (Skopos Investimentos)
30/06/2014

Avaliando a Nota Técnica ARSESP RTG01/2014 sobre a determinação do custo médio ponderado de capital para remuneração das concessionárias de distribuição de gás canalizado do Estado de São Paulo, alguns pontos chamam a atenção, demandando maiores esclarecimentos por parte da Arsesp. O objetivo dessa contribuição é a de apresentar esses questionamentos e trabalhar para um processo tarifário o mais transparente possível.

1. Estrutura ótima de capital

A agência definiu um aumento da alavancagem ótima de 45% (no último ciclo) para 60% nessa nota técnica. Utilizou em seu embasamento a evolução do índice Passivo Não Corrente / Ativo Permanente da Comgás e considerou como referência o período dos últimos 2 anos.

Tabela 2 – Evolução da Estrutura de Capital da Comgás (R\$m)

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%
Média 2012-2013			61.3%

Fonte: *Elaboração própria, com base nas DFP da Comgás*

Fonte: Nota Técnica Arsesp – RTG01/2014

Questionamento 1: Por que foi considerada somente a média dos últimos 2 anos como referência?

O ano de 2013 pode ser considerado um ponto fora da curva quando analisado a série histórica apresentada na nota técnica (de 2001 a 2013). O salto na alavancagem em 2013 se deve a algumas especificidades desse ano, a listar: maior necessidade de capital de giro dado acúmulo da conta corrente regulatória; ano de forte investimento devido ao projeto RETAP; e a emissão da debenture de infraestrutura aproveitando oportunidade de mercado, já se preparando para o novo ciclo de investimentos.

- Considerando toda a série de 2001 até 2013, a média seria de 47,1%, e se excluíssemos o ano de 2013 **a média seria de 45,3%**.
- Considerando a média dos anos do último ciclo regulatório (últimos 5 anos), a média seria de 52,6%, e se excluíssemos o ano de 2013 **a média seria de 48,5%**.

Em ambos os casos, números substancialmente abaixo dos 60%.

Na definição do conceito de alavancagem, a agência determinou que “para a análise da alavancagem será considerada somente a dívida cuja finalidade é a de financiar a BRR”, e para tanto, utilizou a relação Passivo Não Recorrente / Ativo Permanente dos livros contábeis da Comgás.

Questionamento 2: Por que considerar o valor contábil do passivo não recorrente como representação da dívida cuja finalidade é a de financiar a BRR, quando essa linha do balanço contábil contempla outros passivos, como provisões em sua maioria relacionadas a questões tributárias, obrigações pós-emprego e adiantamento de clientes?

Ainda numa outra abordagem, em linha com metodologia amplamente conhecida, o cálculo da alavancagem também é usualmente calculado através da relação de dívida líquida / (dívida líquida + patrimônio líquido). Essa relação ao final de 2013 na Comgás **era de 44%**.

Considerações: A alavancagem proposta pela Arsesp de 60% é substancialmente acima:

- do valor utilizado no último ciclo de 45%;
- do valor considerado por essa mesma agência de 47% para a Sabesp;
- do valor proposto pela Aneel de 53% em sua Nota Técnica n 180/2014-SRE/ANEEL para as distribuidoras de energia elétrica com revisão tarifária a partir de 2015. Aneel, aliás, que vai no movimento oposto, reduzindo a alavancagem que era de 55% no ciclo atual.

Vale ressaltar a importância desse novo ciclo de investimentos da Comgás, tanto pela missão de universalização da utilização do gás (a Comgás possui 1,2 milhões de clientes em sua área de concessão, enquanto na mesma área, são 9 milhões de clientes de energia elétrica), quanto aproveitar esse momento antes da entrada de nova oferta substancial de gás vindo da exploração do pré-sal para se preparar e ter infraestrutura pronta para fazer uso desse gás adicional.

É dever da agência buscar uma remuneração justa, que não asfixie nem os consumidores finais nem o investidor da concessão, e que promova o máximo de desenvolvimento para o Estado.

Com base nesse dever, e com o incentivo desejado para os novos investimentos, essa agência tem argumentos já discutidos acima, para uma decisão entre **o intervalo de 40 e 50%** para a alavancagem.

2. Prêmio adicional pela questão de tamanho

Foi determinado prêmio adicional de tamanho de 1,32% para as concessionárias GBD e GNSPS e de zero para Comgás.

Questionamento: Qual foi o ranking considerado na determinação de tamanho que balizou a decisão de não contemplar a Comgás com prêmio por tamanho?

Atenciosamente.