



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

Considerações sobre o Custo Médio Ponderado de Capital para o Processo de Revisão Tarifária da Comgás – Baseado na Nota Técnica ARSESP RTG/01/2014

30 de Junho de 2014

Autor: Bruno Varella – Sócio e Analista da Solana Capital

Introdução

No escopo das metodologias utilizadas pelos reguladores para as revisões tarifárias das concessionárias de serviços públicos no Brasil, uma das variáveis mais relevantes nestes processos, é o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC). O objetivo fundamental do WACC é definir a remuneração dos concessionários nos investimentos que serão realizados ao longo do próximo ciclo tarifário, que no caso da Comgás engloba o período de 2014-2019.

A determinação de uma remuneração justa e adequada para os concessionários é essencial para a prestação de serviços de confiabilidade e qualidade, especialmente no caso do gás canalizado, por sua característica inflamável, como também para estimular o concessionário a realizar investimentos na ampliação da infraestrutura existente dentro da sua área de concessão a fim de fornecer o serviço ao maior número possível de clientes. No caso da Comgás, pelo estágio avançado de sua concessão, a maioria dos grandes clientes industriais já estão conectados à malha de distribuição. Porém, ainda existe um vasto número de clientes comerciais e, principalmente, residenciais a serem conectados.

Dessa forma, não apenas a Comgás, como também as demais distribuidoras de gás canalizado do Estado de São Paulo (Gás Brasileiro e Gás Natural São Paulo Sul), sob supervisão da ARSESP, possuem à frente expressivos ciclos de investimentos a serem realizados, os quais demandam um retorno justo e adequado para que sejam concluídos respeitando prazos, custos e qualidade.

O objetivo desta contribuição não é discutir a utilização do WACC como metodologia de cálculo do custo de capital médio ponderado, mas sim de **apresentar questionamentos e considerações relacionadas à premissa de alavancagem utilizada pela ARSESP no cálculo do WACC.**

Enfatizamos, portanto, que esta análise absten-se das demais variáveis que compõem o WACC, sendo que os valores aqui apresentados refletem apenas os efeitos da premissa da alavancagem. Abaixo estão apresentadas três sessões para a discussão.

I) Metodologia Utilizada pela ARSESP na Revisão Tarifária da Comgás

Com base na Nota Técnica RTG/01/2014, a ARSESP aponta duas abordagens principais para a determinação do nível ótimo de dívida: i) a **Determinação Endógena**: que define o percentual de participação da dívida por meio dos níveis de cobertura de juros no fluxo de caixa da empresa. Essa é uma abordagem complexa e requer uma análise caso a caso; e ii) **Benchmarking Financeiro**: abordagem mais utilizada pelas agências reguladoras e consiste na comparação com os dados reais de outras empresas do mercado local ou internacional.

Tanto a Aneel quanto a ARSESP utilizam a segunda metodologia por permitir a comparação e se basear em dados reais de outras empresas. No entanto, ainda ficam pendentes os ativos e passivos que deverão ser utilizados para o cálculo da alavancagem. **No caso dos ativos**, a ARSESP recomendou considerar aqueles que sejam parte da base de remuneração regulatória (BRR) e **no caso dos passivos** somente a dívida cuja finalidade é a de financiar a BRR.

Dessa forma, a ARSESP considerou do lado do ativo, todo o Ativo Permanente e do lado do passivo todo o Passivo Não Corrente, sendo este índice calculado entre os anos de 2001 a 2013. Como podemos ver na tabela abaixo (réplica da existente na Nota Técnica RTG/01/2014 com exceção da média 2009-13), o índice possui uma razoável estabilidade no intervalo 45-55% ao longo do terceiro ciclo tarifário (2009-2013), tendo apresentado, no entanto, **uma alta súbita em 2013 para 69.2%**.

Tabela 1 – Estrutura de Capital calculada pela ARSESP

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%
Media 2012-13			61.3%
Media 2009-13			52.6%

Fonte: Elaboração Solana Capital com base em informações da Comgás e ARSESP

A **ARSESP, por sua vez, definiu a alavancagem do WACC em 60%**, baseada na média simples dos últimos dois anos (que foi de 61.3%) da amostra supramencionada, lembrando que no último ano houve um descolamento grande em relação aos anos anteriores. Além disso, importante ressaltar que o Passivo Não Corrente (PNC) ainda possui em sua composição outras contas além de endividamento, como Provisões e Outros. Baseado na própria Nota Técnica da ARSESP, **o PNC deveria ser composto apenas por dívidas que financiem a BRR e em nosso entendimento a inclusão de Provisões** (em grande parte de caráter tributário) não possuem relação com a BRR.

Dessa forma, realizamos a exclusão de todos os outros passivos existentes no PNC e recalculamos o índice de alavancagem (tabela abaixo) com base na metodologia da ARSESP – média de 2012 e 2013 do PNC Ajustado sobre o Ativo Permanente – **e chegamos a um valor de 53.6%**, ainda superior aos índices apresentados por outros setores como o de saneamento (Sabesp) de 47%, e do setor elétrico de 53%. Se aplicarmos a média referente ao ciclo todo (2009-2013), que em nossa concepção nos parece mais justo e adequado, o índice de alavancagem seria de 45.1%, o que implicaria em um **WACC real após impostos de 9.09%, superior aos 8.15% sugerido**, valor que ainda poderia ser acrescido com a mudanças de outras variáveis de composição do WACC.

Tabela 2 – Estrutura de Capital Ajustada

Ano	Ativo Permanente (AP)	Passivo Não Corrente (PNC)	PNC/AP (%)	Outras Contas PNC	PNC Ajust./AP
2006	2,200,487	1,045,783	47.5%	145,485	40.9%
2007	2,420,120	1,206,738	49.9%	165,766	43.0%
2008	2,645,266	1,163,206	44.0%	191,801	36.7%
2009	2,848,701	1,211,091	42.5%	198,384	35.5%
2010	3,038,079	1,353,761	44.6%	247,655	36.4%
2011	3,304,491	1,771,392	53.6%	236,271	46.5%
2012	3,624,159	1,933,360	53.3%	245,878	46.6%
2013	4,132,663	2,859,534	69.2%	354,530	60.6%
Media 2012-13			61.3%		53.6%
Media 2009-13			52.6%		45.1%

Fonte: Elaboração Solana Capital com base em informações da Comgás e ARSESP

Sendo assim, colocamos algumas questões para serem discutidas:

Perguntas:

1. Por que não utilizar uma abordagem tradicional de Dívida Bruta total onerosa (curto e longo prazos) sobre o Patrimônio Líquido?
2. Por que foi utilizada apenas a média dos dois últimos anos no cálculo de alavancagem e não do período inteiro do ciclo tarifário? Isso evitaria grandes distorções no índice caso a empresa decida concentrar mais investimentos no último ano (i.e. claramente o que se verificou em 2012 e 2013). Além disso, o próximo WACC valerá para o retorno dos próximos cinco anos, por que basear o cálculo em apenas dois anos?
3. Por que considerar o Passivo Não Corrente (PNC) inteiro? Dentro dele existem outras contas que não possuem relação direta com a BRR. Um bom exemplo são as Provisões que em 2013 foram de R\$327m (ou 11% do PNC) e possuem em sua maioria caráter tributário. Realizamos um exercício excluindo as outras contas existentes no Passivo Não Corrente e **na mesma métrica da ARSESP (média 2012-13) chegamos a 53.6%** (conforme podemos verificar na tabela a seguir), substancialmente inferior aos 60% anteriormente calculado.
4. Como pode ser atribuída a mesma premissa de alavancagem para a Comgás e outras empresas do setor de gás canalizado como a Gás Brasileiro e Gás Natural São Paulo Sul? As empresas possuem dimensões muito diferentes em todos os aspectos – receita, geração de caixa, investimentos, quilometragem de conexão, entre outros.
5. Qual a lógica de prover um WACC maior, de 8.67%, para empresas que realizam menores investimentos (Gás Brasileiro e Gás Natural SPS) e menor para a Comgás, de 8.15%, que no último ciclo ultrapassou os investimentos acordados na revisão tarifária?

II) Metodologia Utilizada pela ARSESP na Revisão Tarifária da Sabesp

Como base na própria definição da Nota Técnica RTG/01/2014, a ARSESP optou por usar a abordagem de Benchmarking Financeiro para o cálculo de alavancagem tanto para o setor de gás canalizado quanto para o de saneamento. Partindo do pressuposto que a Comgás e a Sabesp são empresas maduras, possuem concessões conceitualmente semelhantes (investimento em infra-estrutura de distribuição) e processos de revisão tarifária similares, a comparação entre o WACC das empresas parece válida.

Tabela 3 – WACC Regulatório Sabesp

WACC regulatório da SABESP	
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
WACC	10,71
WACC real	8,06

Fonte: ARSESP

Com base na Nota Técnica RTS/01/2011, a **ARSESP definiu o índice de alavancagem para o cálculo de WACC da Sabesp em 47% (tabela acima)**, significativamente inferior aos 60% sugeridos à Comgás. Apenas para ilustrar o impacto que a alavancagem traz ao cálculo de WACC, caso o mesmo nível de alavancagem da Sabesp fosse utilizado para a Comgás, a mudança seria **dos sugeridos 8.15%, para 8.97%**, valor que ainda poderia ser acrescido com alterações de outras variáveis de composição do WACC. Dessa forma, segue abaixo uma questão a ser discutida:

Pergunta:

1. Por que existe uma diferença tão significativa nos resultados de cálculo de alavancagem para a Sabesp e Comgás visto que ambas empresas são maduras, antigas concessionárias e operam negócios conceitualmente similares?

III) Metodologia Utilizada pela Aneel para o 4o Ciclo Tarifário do Setor Elétrico

Com base na minuta do documento Proret Submódulo 2.4 (Custo de Capital) que define os parâmetros e cálculos do custo de capital para a Revisão Tarifária Periódica das Concessionárias de Distribuição do 4o ciclo do setor elétrico, a Aneel definiu o cálculo da participação de dívida sobre o capital total da seguinte forma:

- **Capital de Terceiros:** Representam recursos originários de terceiros utilizados para a aquisição de ativos de propriedade da concessionária de distribuição, sujeitos a remuneração. Corresponde ao passivo oneroso de curto e longo prazos.
- **Capital Próprio:** São os recursos originários dos sócios ou acionistas da entidade e/ou decorrentes de suas operações sociais. Corresponde à diferença entre o somatório da Base de Remuneração Líquida (BRL), de 50% da Base de Anuidade Regulatória (BAR) e do Ativo Imobilizado em Curso (AIC) e o saldo do capital de terceiros.

Tabela 4 – WACC Regulatório Proposto para o 4o Ciclo do Setor Elétrico

CUSTO DE CAPITAL	
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%
CUSTO MÉDIO PONDERADO	
WACC nominal depois de impostos*	9,75%
WACC real depois de impostos	7,16%

Fonte: Aneel

Utilizando a metodologia descrita acima, a Aneel chegou ao percentual de **alavancagem de 53%** para as distribuidoras do setor elétrico, conforme apresentado na tabela acima (Proporção do Capital de Terceiros). Similar ao exercício realizado anteriormente na sessão da Sabesp, caso o mesmo nível de alavancagem proposta ao setor elétrico de distribuição fosse utilizado no cálculo do WACC da Comgás – **o WACC real após impostos saltaria dos sugeridos 8.15%, para 8.60%**, valor que ainda poderia ser acrescido com a alteração de outras variáveis de composição do WACC. Dessa forma, colocamos abaixo uma questão a ser discutida:

Pergunta:

1. Por que não usar a alavancagem proposta do setor elétrico para balizar os resultados para a Comgás? Importante ressaltar que o setor elétrico é composto por um número muito maior de empresas quando comparado ao setor do gás canalizado e, conseqüentemente, pautado em uma amostra mais confiável / relevante.

Considerações Finais

De acordo com nossos cálculos e conceitos, a forma mais justa e adequada para o cálculo da alavancagem da Comgás utilizando o índice da ARSESP (PNC/AP), seria ajustar o PNC excluindo os passivos não relacionados ao financiamento da BRR e realizar a média simples do ciclo tarifário inteiro (2009-2013). **Isso resultaria em uma alavancagem de 45.1%, em linha com o da Sabesp e inferior aos 53% do setor elétrico.**

Importante destacar que **a alavancagem de 45.1% poderia ser ainda menor não fosse a última revisão tarifária da Comgás, na qual as metas de volume colocadas pela ARSESP não foram alcançadas pela companhia em função de variáveis fora de seu controle** – leia-se ambiente macroeconômico – apesar dos investimentos realizados terem sido superiores aos acordados na última revisão tarifária. De acordo com nossos cálculos, excluindo os volumes de térmicas (que possuem margens muito baixas), **o volume total faturado ficou cerca de 9% abaixo da meta.**

Tabela 5 – Comparativo de Volumes do 3o Ciclo: Projetado ARSESP x Real Verificado

Projetado (ARSESP)	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014
Residencial	106	116	130	145	160
Residencial - Coletivo	53	64	73	80	85
Comercial	96	97	98	97	97
Industrial	3,440	3,800	4,207	4,370	4,559
Veículos	336	393	454	460	466
Cogeração	313	326	334	339	346
Termogeração	151	179	179	179	179
GNC	15	19	19	19	19
Total	4,511	4,995	5,495	5,690	5,912

Realizado*	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014**
Residencial	150	169	193	205	223
Comercial	98	104	111	113	117
Industrial	3,601	3,765	3,818	3,791	3,894
Veículos	349	298	289	262	277
Cogeração	277	358	345	351	316
Termogeração	95	310	154	772	605
Total	4,570	5,004	4,909	5,494	5,431

Realizado x Projetado	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	Total Ciclo
Residencial	-6%	-6%	-5%	-9%	-9%	-7%
Comercial	2%	7%	13%	16%	20%	12%
Industrial	5%	-1%	-9%	-13%	-15%	-7%
Veículos	4%	-24%	-36%	-43%	-41%	-30%
Cogeração	-11%	10%	3%	3%	-9%	-1%
Termogeração	-37%	74%	-14%	331%	238%	123%
Total	1%	0%	-11%	-4%	-17%	-4%
Total (ex-termogeração)	2%	-3%	-10%	-14%	-25%	-9%

Fonte: Elaboração Solana Capital com base em informações da Comgás e ARSESP

* Cálculo aproximado com base no período regulatório Maio-Abril e informações da Comgás

** período 2013/2014 foi calculado com base em dados publicados pela Comgás para Maio-Dezembro de 2013, 1º trimestre de 2014 e 2/12 do período de 2013/2014 da última Revisão Tarifária da Comgás (Maio/2009).

Dessa forma, a geração de caixa da Comgás ficou muito aquém do potencial regulatório e traduziu-se em maior necessidade de endividamento para fazer frente às necessidades de investimentos, capital de giro e remuneração de seus acionistas. Essa maior necessidade de recursos de terceiros acabou aumentando a alavancagem da companhia, não necessariamente sendo uma estrutura de capital ideal e, portanto, não retratando a realidade na forma de cálculo apresentada pela ARSESP na Nota Técnica RTG/01/2014, na nossa visão.

Atenciosamente,

Bruno Varella – Solana Capital