

## **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**

### **Contribuição da Zenergas**

*A Nota Técnica nº RTG/01/2014, publicada pela ARSESP, desenvolve a abordagem e cálculos propostos para fins da Consulta Pública ARSESP/02/2014.*

*Especificamente o item 5.5 – A Estimativa do Parâmetro Beta, pag. 19 – 22 da citada Nota Técnica, elabora as premissas utilizadas e cita as referências bibliográficas, bem como propõe os valores a serem adotados.*

*O texto reconhece as diferenças entre os Betas, decorrentes da regulação preço teto versus regulação por taxa de retorno, que são aplicadas tendo-se como base os parâmetros utilizados no Reino Unido pela OFGEM.*

*Entretanto, algumas características do mercado de gás canalizado no Estado de São Paulo, bem como em outros Estados brasileiros, justificam a necessidade de um Beta adicional ao risco estimado pelo 'price cap'. O conceito de "Regional", no caso brasileiro, deve refletir a condição de "Estadual", agregando os riscos específicos.*

*Observamos que estas condições, que acentuam o risco, em princípio, não devem guardar relação com a atuação do regulador ARSESP. O perfil do regulador é altamente técnico e qualificado, não sendo, portanto, condicionante de aumento de risco regulatório. Esta condição advém da própria estrutura regulatória do setor no Brasil. Neste caso, a situação decorre das características específicas, conforme explicitado<sup>1</sup>:*

**I – Característica da prestação do serviço:** *o serviço de distribuição de gás canalizado é mais sensível ao ciclo econômico em relação a outros setores;*

*- o setor de distribuição de energia elétrica, por exemplo, tem a sua demanda e seus recebíveis fortemente atrelados ao segmento residencial, em geral correspondendo a mais de 50% da energia comercializada, com grande estabilidade no consumo. As oscilações na demanda são em geral de*

---

<sup>1</sup> Allen Consulting Group elaborou, em dezembro de 2004, estudo independente, por solicitação do Queensland Competition Authority, com vistas ao estabelecimento do WACC em processo de revisão tarifária a Concessionárias da Austrália. O estudo indica os fatores que influenciam o Beta e sugere a metodologia para a sua aplicação. Os conceitos explicitados se aplicam, igualmente, à regulação do mercado no Estado de São Paulo.

*incrementos no consumo com utilização cada vez maior de utensílios eletrônicos e eletrodomésticos nas residências. Assim, mesmo ocorrendo reduções eventuais na carga industrial, os quantitativos energéticos têm sido pouco afetados, trazendo grande estabilidade à concessão nesta questão de mercado. A universalização presente dos serviços resulta numa necessidade reduzida de investimentos na expansão dos serviços, ocorrendo dispêndios nas áreas de operação e manutenção com menores riscos e na conexão de novas unidades usuárias.*

*- o setor de água e saneamento exige ainda grandes investimentos, principalmente nas áreas de captação e saneamento, sendo que, na ligação de usuários dos serviços de distribuição de água, aproxima-se da universalização.*

*Por se tratar de um serviço essencial e sem competidores fortes no segmento residencial, a agregação de novas unidades usuárias é sempre cativa e permanente.*

*- o setor de distribuição de gás canalizado tem alta concentração dos volumes comercializados no segmento industrial, no caso do Estado de São Paulo, entre 65% a 90% do volume global comercializado pelas distribuidoras. Esta situação de alta concentração gera dependência dos resultados econômicos em função deste segmento. Os resultados obtidos são até de decréscimo dos volumes comercializados nos últimos 5 anos. Os investimentos dedicados à expansão têm sido elevados em vista do estágio ainda inicial de maturidade, distante da universalização dos serviços.*

*Os reguladores reconhecem a hierarquia de riscos dos serviços regulados, estabelecendo valores de WACC sempre maiores para a distribuição de gás canalizado.*

**II - Natureza do consumidor:** *os consumidores de gás são sensíveis às oscilações de preço em função de uma variável não controlada pela concessionária que é o preço da aquisição do gás. A distribuidora não produz ou transporta o gás natural; ela adquire o energético e o comercializa utilizando as suas redes e sistemas de distribuição. Entretanto, os consumidores têm sempre em conta os combustíveis concorrenciais e a concessionária não tem alternativas de diversificação de supridores de gás, ao repassar os preços ela se expõe aos riscos do mercado sem ter como obter melhores preços na aquisição. Esta situação impacta diversas vezes os próprios investimentos que acabam não se rentabilizando pela súbita oscilação dos preços do gás natural que o torna não competitivo. No segmento residencial é notória a dificuldade em face dos preços mantidos artificialmente reduzidos na comercialização do botijão de GLP.*

**III - Duração e condições dos contratos:** *descasamento da duração dos contratos de suprimento com os de fornecimento, sobretudo nas questões das exigências de “take or pay” e “ship or pay” no suprimento. As negociações de aquisição de gás pelas distribuidoras encontram pouca flexibilidade tendo em*

*vista a existência de um único supridor. Os contratos têm prazos e condições comerciais que nem sempre podem espelhar as necessidades dos usuários finais espelhados nos contratos de fornecimento. Os contratos de aquisição também têm cláusulas que estabelecem obrigações mínimas de retirada de gás e pagamentos pelo transporte de gás que não conseguem a contrapartida nos contratos com os usuários, expondo a distribuidora a riscos. Esses fatores contribuem para o aumento do risco do setor, ou seja, um aumento no coeficiente Beta.*

**IV – Grau do monopólio - elasticidade da demanda**, com resultados de riscos adicionais de perda de mercado não previsíveis nos modelos tradicionais que avaliam as concessões: a demanda por gás canalizado é sujeita a energéticos concorrenciais para a maior parte dos usuários da Comgas. A existência de políticas econômicas e sociais, tais como: a fixação do preço do GLP, por longos períodos sem reajustes, impacta a expansão das redes e a captação de clientes; as oscilações do preço da commodity; as elevações do preço do gás por ocasião das renovações contratuais no suprimento; incerteza quanto à manutenção de políticas de descontos nos contratos de suprimento.

**V- Efeitos da dupla regulação – federal e estadual – no setor de gás canalizado:** esta regulação dual exige um Beta adicional decorrente dos aumentos das incertezas quanto à regulação federal. Esta situação não ocorre na energia elétrica e telecomunicações que possuem regulador único. O regulador estadual pouco pode fazer para introduzir a concorrência no suprimento e transporte e fica a concessionária sujeita ainda a questões de interface regulatória federal e estadual que afetam seus negócios.

**VI – Efeitos de único supridor:** a Comgas não consegue diversificar o seu portfólio de fornecedores, gerando a dependência e inseguranças de preço e competição. Ademais, o único supridor de gás detém, atualmente, a totalidade do controle do transporte de gás e também da produção da maioria dos energéticos substitutivos, tais como: óleo combustível, diesel e GLP. As projeções de mercado, os investimentos, gestão financeira da empresa são afetados pela imperfeição da competição decorrente dos subsídios aos combustíveis concorrenciais, bem como a dependência com relação ao preço e volumes do gás canalizado, resultando em oscilações de mercado não previsíveis em qualquer modelagem elaborada. A distribuidora já exposta a estas condições, tem, para fins tarifários, o seu volume de vendas de cada um dos segmentos pré-fixado pelo regulador. A equação tarifária utilizada pelo regulador estabelece a cada 5 anos os volumes a serem comercializados, em cada ano, para todas as faixas de consumo e define a tarifa em função desta estimativa. Verificando-se, entretanto, pós revisões os volumes reais realizados pelas distribuidoras, observa-se que, tanto no ciclo 2004-2009 quanto no ciclo 2009-2014, as projeções do regulador nunca foram atingidas pela concessionária Comgas, ainda que a mesma tenha realizado todos os investimentos definidos e superado as metas regulatórias. Desta forma, a estimativa exagerada dos volumes trouxe riscos adicionais à distribuidora

*nestes últimos 10 anos e a mesma não pode obter as margens autorizadas devido a estas projeções superestimadas pelo regulador. A dependência dos preços do gás torna muitas vezes inconsistentes as projeções de mercado resultando em riscos adicionais.*

*Existe um relativo consenso no sentido de que a remuneração dos ativos de empresas reguladas pode ser afetada pelas condições de mercado ou pelo próprio arcabouço regulatório. Essas considerações levaram à introdução do conceito “risco regulatório”, e à necessidade de quantificá-lo.*

*Pode-se definir o “risco regulatório” como o conjunto de fatores, no âmbito do ambiente regulado, que são percebidos como incertos pela empresa regulada ou pelos investidores. Ou seja, por definição, o risco regulatório existe se, e somente se, a remuneração regulatória é afetada pelo ambiente em que se dá a prestação do serviço.*

*Observa-se que o “risco regulatório” surge quando o ambiente regulatório introduz risco sistêmico aos investimentos. Ou seja, o risco regulatório aparece quando o comportamento do mercado regulado resulta em que retornos da empresa estejam correlacionados com certo risco sistêmico (não diversificável).*

*A proposta é considerar um Beta adicional para que o parâmetro passe a refletir a sua real finalidade para os cálculos de rentabilidade regulatória.*

*Constata-se, também, nos estudos de Barcelos e Bueno (2010), que a maioria dos trabalhos sobre risco regulatório se concentram em países desenvolvidos e investigar esse risco nos mercados emergentes é importante para o incremento qualitativo e quantitativo nos investimentos nos setores regulados.*

*O Banco Mundial nos estudos em que compara a Qualidade Regulatória no Brasil e Reino Unido permite inferir que simplesmente a diferença dos sistemas “price-cap” e “rate of return” não justificariam os valores diferentes de Qualidade apurados ao longo dos anos.*

*As conclusões são que, em todos os setores regulados no Brasil, inclusive na distribuição de gás canalizado, as mudanças de regulamentação no país ou não reduzem ou mesmo aumentam os Betas nestes setores em resultados opostos à hipótese de Peltzman (1976) de que os setores regulados deveriam apresentar Betas menores.*

*A Nota Técnica RTG/01/2014, pag. 21, apresenta o valor de Beta realavancado, indicando, na Tabela 4 da pag. 22, a proposta do “Beta São Paulo” de 0,78. Proposta: Seja estabelecido o “Beta São Paulo” de 1,00 em razão da argumentação apresentada. Este valor seria ainda ajustado em função da alavancagem final a ser definida pelo regulador em níveis inferiores a 60%.*



## **Bibliografia**

*The Allen Consulting Group Pty Ltd - Relatório elaborado para Queensland Competition Authority – Austrália – Cost of Capital Study, dez/2004, pag. 34-40.*

*Barcelos, L. C. e De Losso da Silveira Bueno, R. (2010), “Regulatory Risk in the Securities Markets: a CAPM Model Approach to Regulated Sectors in Brazil”, draft, FGV e USP.*

*Peltzman, S.(1976), “Toward a More General Theory of Regulation”, Journal of Law and Economics, N°. 19, Pp. 211-240. University of Chicago Press.*