

CONTRIBUIÇÕES PARA COLSULTA PÚBLICA ARSAE 13/2016

A Athena Capital Gestão de Recursos Ltda expressa neste documento suas considerações acerca das propostas de regulamentação sugeridas pela ArsaE no primeiro ciclo de revisão tarifária da Companhia de Saneamento de Minas Gerais (Copasa).

I. Motivação

Por meio das Notas Técnicas CRFEF 40/2016, CRFEF 41/2016, CRFEF 42/2016, CRFEF 43/2016, CRFEF 44/2016 a Agência Reguladora de Serviços de Abastecimento de Água e Esgoto do Estado de Minas (ARSAE) colocou em consulta pública a metodologia preliminar de cálculo das principais variáveis por trás do arcabouço regulatório definido na NT CRFEF 37/2016. As contribuições apresentadas nesse documento têm como objetivo o aperfeiçoamento metodológico do processo de revisão da Copasa que é de suma relevância para garantir futuros investimentos em água e esgoto, essenciais para o desenvolvimento socioeconômico do Estado de Minas Gerais.

II. Contribuições à Nota Técnica CRFEF 41/2016, metodologia de taxa de remuneração

Entendemos que Nota Técnica 41/2016 traz algumas inconsistências técnicas que se traduzem um resultado incoerente (em termos relativos e absolutos) do ponto de vista da rentabilidade necessária para fazer frente a necessidade de investimentos da Copasa. Coube a própria ArsaE devidamente destacar a importância de uma remuneração adequada aos investimentos:

*“O objetivo da definição de taxas de retorno “justas” por uma entidade reguladora é assegurar que a empresa regulada seja capaz de recuperar os custos de captação e de oportunidade do capital empregado na geração dos produtos e serviços, remetendo aos investimentos retornos em compatibilidade com um mercado competitivo. Definir uma taxa de retorno abaixo deste equilíbrio pode afastar os investidores, e defini-la acima permitiria à empresa apropriar-se de um lucro excedente, em detrimento da modicidade tarifária para os usuários. **Fixações incorretas de preços enviam sinais distorcidos ao mercado e resultam em ineficiência alocativa dos recursos**” - Nota Técnica CRFEF 41/2016*

Dentre a metodologia proposta pela ArsaE (*Capital Asset Price Model*) se destacam, em nossa opinião, 2 principais inconsistências: captura do benefício de juros sobre capital (JCP) no custo de capital próprio e a consideração da variável Beta estadunidense para composição do fator de risco do negócio de saneamento no Brasil. Abaixo demonstramos o embasamento de nossas opiniões e as consequências da adoção de tal metodologia.

Em relação ao JCP a metodologia proposta transfere o benefício fiscal do JCP dos acionistas para os consumidores da Copasa por meio da fórmula abaixo proposta:

$$WACC = W_d R_d + W_e R_e \left(jcp\% + \frac{1-jcp\%}{1-t} \right)$$

Cabe destacar que principal função do benefício fiscal do JCP, implementado pela Lei Nº 9.249, de 26 de dezembro de 1996, e em substituição ao sistema de correção monetária dos demonstrativos financeiros foi a compensação monetária do capital próprio das empresas em um país que ainda convide com um elevado índice inflacionário.

Pela própria metodologia de base de ativos regulatório proposta pela Arsae fica evidente, em um ambiente inflacionário, o distanciamento do ativo real das empresas com o registrado em seus livros contábeis. Essa diferença se traduz em uma depreciação contábil inferior a real e conseqüentemente em menor base de dedutibilidade de IR e CSLL. A essência por trás da lei Nº 9.249, de 26 de dezembro de 1996 é compensar em parte o efeito negativo da inflação sobre a rentabilidade das empresas, **portanto é um benefício fiscal que visa restritamente preservar o fluxo para os acionistas das empresas não sendo de caráter transferível para o consumidor**, como proposto pela Agencia Reguladora.

É válido destacar que o Art 9º § 3º da mesma lei disciplina a incidência tributária definitiva, no caso de beneficiário pessoa física ou pessoa jurídica não tributada com base no lucro real, inclusive isentas, da alíquota de imposto de renda de 15%. Em outras palavras no caso da validação da proposta da Arsae os acionistas da Copasa, no caso toda sociedade de Minas Gérias, seriam duplamente prejudicados, não tendo nenhuma contrapartida ao prejuízo fiscal causado pela não correção dos ativos nos balanços societários e ainda sendo tributados sobre o fluxo de JCP, ficando impossibilitados de serem remunerados pela taxa remuneratório de referência que a agencia propõe como justa.

Baseado na lei Nº 9.249, de 26 de dezembro de 1996 entendemos que a proposta da Arsae é ilegal e ter caráter prejudicial a empresa e seus acionistas. Também é válido destacar que qualquer forma de dividendos, inclusive o JCP é de impossível previsão pois depende da disponibilidade de capital e da estratégia de cada empresa. Em termos comparativos no ambiente regulatório nacional nenhuma autarquia de referência faz uso de tal fórmula de captura (Aneel vide Submódulo 2.4 do PRORET, ANTT e Arsesp, vide revisões tarifárias da Sabesp e Comgás).

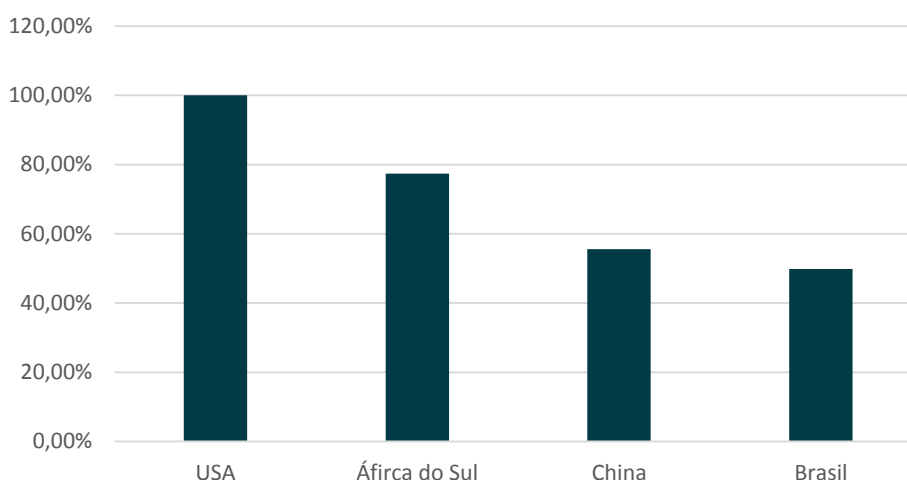
Também é necessário comentar que o tema de benefícios fiscais já foi amplamente discutido desde o 1º ciclo de revisão tarifária das distribuidoras de energia elétrica, a partir 2001, tendo como destaque a decisão do STF em 2013 contrário a captura pela Aneel dos benefícios fiscais concedidos pela SUDAM e SUDENE e a aceitação do plenário do TCU aos embargos de declaração pela Aneel contra os acórdãos n.º 555/2004-P e 556/2004-P, zelando aos acionistas das distribuidoras de energia elétrica o benefício fiscal do JCP.

Em relação a metodologia de cálculo do índice Beta (β) a agencia propôs o uso do mercado americano como referência, citando as empresas do setor de “*water utilities*”, fornecidos por Damodaran. Inicialmente é válido destacar a própria fragilidade do uso do β como indicador de risco do negócio, dado que não necessariamente a variação da precificação de um ativo no mercado acionário guarda correlação com a essência de risco de um negócio. Dito isso o regulador precisa estar atento as características específicas de cada mercado e a razoabilidade por trás das propostas.

Como problemas a metodologia proposta pela Arsae podemos citar que o setor de saneamento no Brasil ainda tem uma necessidade de investimentos muito superior ao mercado americano, dado baixo nível de coleta e tratamento de esgoto, o que se traduz em menor nível de fluxo de caixa livre para firma e conseqüentemente maior instabilidade e risco financeiro além da exposição a possíveis ações civis e ambientais por não tratamento de esgoto coletado. Há de se destacar também a maturidade regulatória do mercado americano em relação ao brasileiro, ainda maior no caso específico da Copasa, que ainda carece de uma estrutura regulatória que possibilite um ótimo nível de previsibilidade tarifária.

Como sugestão ao modelo proposto e pelas características de maturidade regulatória e de mercado, conforme comentado anteriormente, acreditamos que um indicador β próprio da Copasa (em relação ao NYSE) ou a adoção do β calculado por Damodaran para “*Emerging Markets*” refletem de forma mais realista a realidade da Copasa. O gráfico abaixo evidencia a distorção de maturidade operacional entre países emergentes, que melhor se assemelham ao Brasil e a Copasa, e ao mercado americano:

Índice tratamento de esgoto coletado



Fonte: IB-Net, Trata Brasil

O tema β também já foi amplamente discutido no setor de distribuição de energia elétrica, que hoje possui uma boa maturidade regulatória. Durante a 1ª revisão tarifária da Escelsa, em 2001, a Aneel optou pela adoção β das empresas brasileiras em relação ao índice S&P, citando outras metodologias para cálculo do β e caracterizando como “erro de fundamento” a adoção de um β local do mercado americano, visão que concordamos:

*“I) adotar Beta de empresas americanas adicionando o risco país. A teoria é preservada só na parte "global" do CAPM, visto que a inserção do risco país, artifício de ordem prática, é por si só uma variação desta teoria. **Além disso, o uso de Beta de empresas americanas pode representar erro de fundamento em termos de teoria da regulação, pois as referidas empresas estão expostas às características econômicas e regulatórias próprias de seu ambiente e bem distintas das brasileiras;***

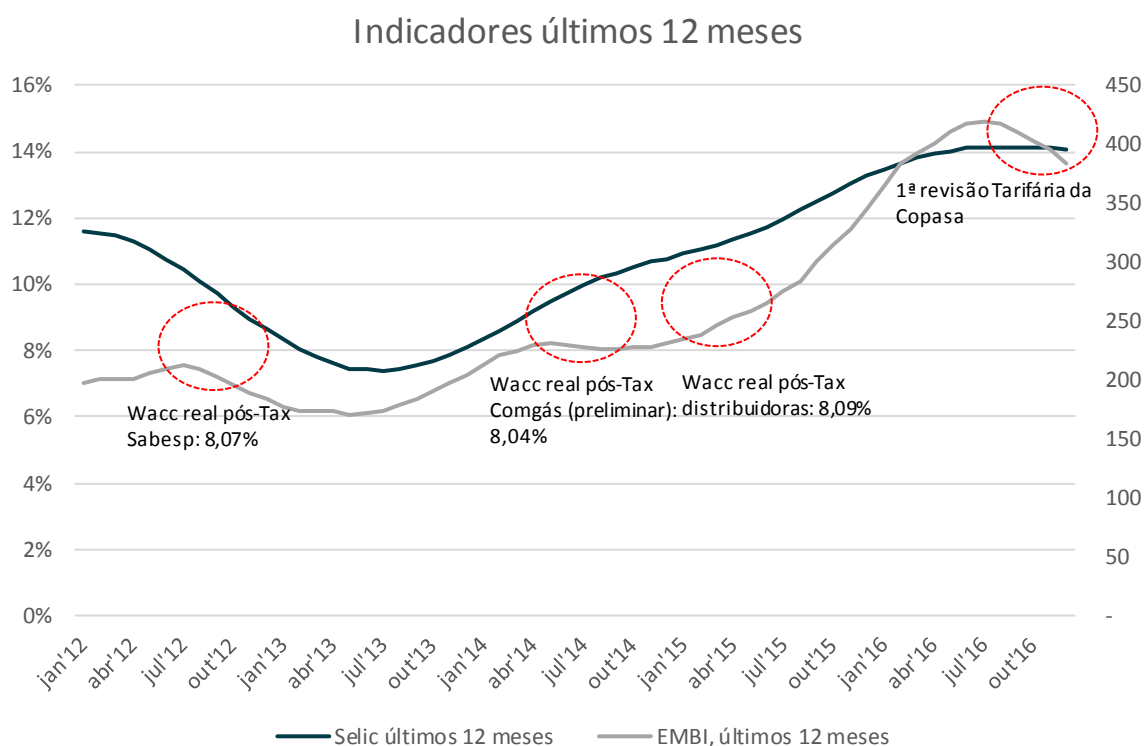
*II) adotar Beta "local" aplicado ao mercado acionário "local". Preserva o purismo teórico do modelo, **entretanto o mercado acionário brasileiro está longe de possuir a diversificação, volume e robustez exigidos de um mercado conceitual de referência para avaliação do retorno esperado no mercado acionário;***

III) adotar Beta de empresas internacionais com exposição na bolsa americana. Tem a desvantagem de gerar a mesma expectativa de prêmio de risco para empresas que se encontram em ambientes econômicos e regulatórios distintos, bem como de desconsiderar a correlação que existe entre o Beta da empresa e o risco associado ao país onde ela está situada.” - Nota Técnica nº 097/2001/SRE/ANEEL

Entendemos que o resultado da proposta da Arsae seria incoerente do ponto de vista metodológico, muito possivelmente resultando em custo de capital próprio nominal em moeda local inferior a parte do custo de financiamento da Copasa, no caso a Taxa Média preferencial Brasil. A própria Arsae comenta, de maneira acertada, a natureza distinta dos riscos entre capital próprio e de terceiros, faz-se necessário um prêmio de retorno para o capital próprio dado maior risco, não sendo admissível qualquer resultado diferente:

*“Enquanto os investidores em capital próprio (acionistas) requerem um retorno por suportarem os riscos sistemáticos (não específicos) da Companhia, os investidores em dívida (credores) requerem um retorno por suportar o risco de crédito ou de calote, o qual é influenciado por todos os riscos da Companhia, específicos ou não. Os riscos específicos são refletidos no custo observado da dívida e no grau de alavancagem sustentado. **Quanto menor o risco específico, menor o custo da dívida e maior a alavancagem sustentada. Invertendo-se a causalidade, uma maior alavancagem pode implicar maior risco.**” - Nota Técnica CRFEF 41/2016*

Também é importante destacar que o Brasil vem passando por um período de aumento da percepção de risco (EMBI), com queda expressiva do PIB por 2 anos consecutivos, rebaixamento das agências de risco, aumento da SELIC e dos spreads de captação. Entendemos que a metodologia proposta pela Arsae resultaria em uma WACC substancialmente inferior a segmentos locais comparáveis que tiveram suas taxas de remuneração definidas em períodos mais favoráveis do que o atual:



Fonte: Bloomberg

A adoção da metodologia proposta pela Arsae levaria a uma taxa de remuneração ao capital próprio inferior a SELIC dos últimos 12 meses (14% a.a) e ao custo da última captação da Copasa (124,2% do CDI + 3%, portanto 17,4% a.a).

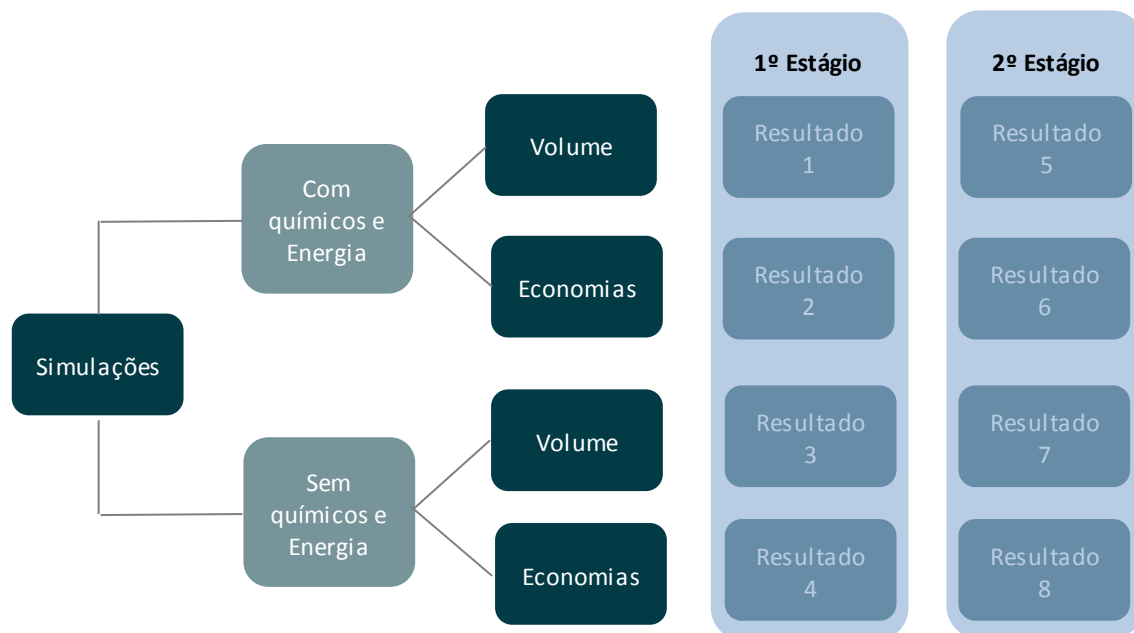
Outra contribuição prestada pela Athena Capital relacionada a remuneração é em relação a proposta de uma taxa inferior de remuneração para base de ativos assessoria da empresa, que no caso da revisão da Cesama foi significativamente inferior (50%). Uma vez a Arsae buscando incentivar investimentos em itens essenciais **que crie um prêmio para tal e não uma penalidade via remuneração claramente insuficiente para parte dos ativos que são assessoriais, mas essenciais a prestação do serviço de água e esgoto. Uma outra possibilidade seria a utilização do custo de locação de ativos de possível locação (como veículos) em uma linha de despesa regulatória específica (no caso da Aneel o CAIMI).**

III. Contribuições à Nota Técnica CRFEF 40/2016, metodologia de custos operacionais eficientes

A Athena Capital apoia a decisão proposta pela Arsae de mudança do benchmark empírico paramétrico para o modelo DEA, sobretudo pela determinação via análise envoltória entre mais prestadores de serviço e não em nível municipal de poucos prestadores, pela maior facilidade na definição do fator "catch-up" e proximidade do modelo com outros reguladores nacionais.

Entendemos que a melhor de definir a eficiência relativa da Copasa seria por meio de uma média ou mediana de múltiplas regressões com produtos sendo volume faturado e números de economias, análise com classificação de

todas despesas operacionais e sem custos de caráter não gerenciável, como químicos e energia elétrica. Também entendemos que é necessário levar em consideração análise em 1º estágio assim como a introdução de variáveis ambientais sensíveis em uma abordagem de 2º estágio, como índice salarial e qualidade de serviço:



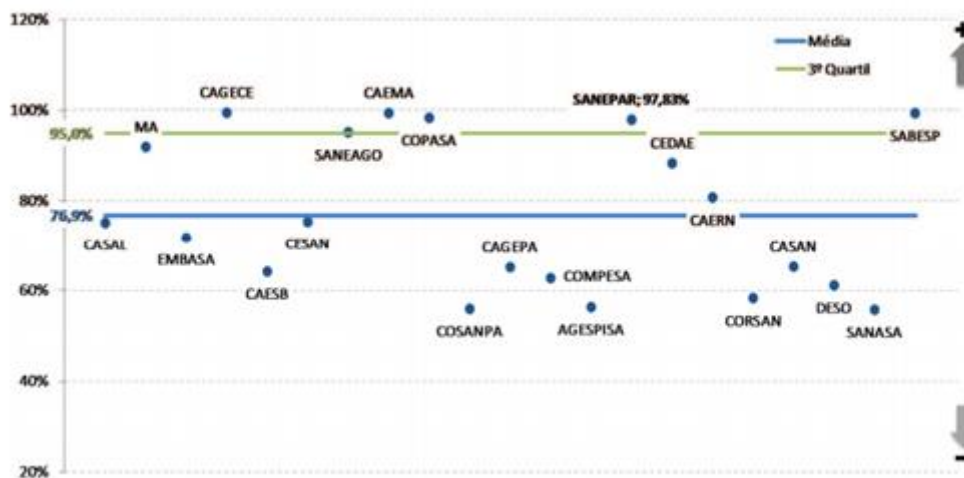
Fonte: Athena Capital

Alguns aspectos relevantes de serem levados em consideração, e já observados pela Arsae:

- i) Tratamento de não recorrentes, como o PDV da Copasa em 2015;
- ii) Sendo o fator de eficiência calculado em um período específico, no caso 2012-2015, é importante que o custo real médio desse período seja blindado, de forma que o custo regulatório estimado seja a média do período de cálculo do custo efetivo em valores monetários de hoje.

Uma discordância relevante que temos em relação a Arsae é o fator *catch-up*, sugerido pela agência como a distância para a empresa mais eficiente do setor, de forma a incentivar a busca pela eficiência. Entendemos que tal definição, se extrapolada para todo setor, exauriria boa parte do retorno das empresas se traduzindo em uma WACC média performada significativamente inferior ao parâmetro regulatória e em nenhum prêmio de eficiência uma vez que o player mais eficiente teria apenas seus custos reais reconhecidos. **Julgamos como necessário e justo a adoção de um objetivo em relação a média de eficiência setorial ou no limite ao 3º quartil de eficiência, modelo adotado na Cesama.**

O Instituto de águas do Paraná, em Nota Técnica preliminar da 1ª revisão da Sanepar, estimou uma eficiência média setorial de 76,8%, também utilizando os dados do SNIS e o modelo DEA (todos os custos), no caso em 2 estágios e simulando sobre o produto volume faturado:



Fonte: Nota Técnica preliminar, 1ª revisão Sanepar

Partindo da estrutura de receita requerida que estimamos para a 1ª revisão da Copasa e do pressuposto de uma glosa de despesas regulatórias média de 23,1% (eficiência média de 76,9%) o resultado médio seria equivalente a uma redução de 32% ao parâmetro de WACC regulatória. Portanto, tal proposta, se extrapolada, inviabilizaria o serviço de água e saneamento no Brasil.

IV. Conclusão

A Athena Capital apresentou suas contribuições entendendo como necessário um aprimoramento metodológico da proposta inicial da Arsa, principalmente no que tange a captura do benefício de juros de capital próprio, metodologia do β , remuneração da Base Assessoria e fator *Catch-up* dos custos operacionais.

Tais propostas são necessárias para que a Copasa tenha uma estrutura tarifaria que garanta uma correta remuneração e a continuidade de um serviço de qualidade além do programa de investimentos para conexão e tratamento de água e esgoto no Estado de Minas Gerais.