

Contribuição para a Audiência Pública Arsae 13/2016

A Kondor Invest expressa neste documento as suas contribuições para o aprimoramento das propostas de regulamentação realizadas pela Arsae para o primeiro ciclo de revisão tarifária da Copasa (Companhia de Saneamento de Minas Gerais).

De modo a facilitar a discussão, optou-se por dividi-la em temas, sendo estes relacionados à metodologia para cálculo do WACC descrita na Nota Técnica CRFEF 41/2016.

Metodologia utilizada para cálculo do WACC

Entendemos que a Arsae ao utilizar a metodologia do CAPM (*Capital Asset Price Model*) está optando por selecionar a forma mais amplamente utilizada e ensinada para calcular o custo de capital próprio, necessário para obtenção do WACC. Concordamos que esta é a melhor escolha. Também concordamos com a fórmula definida para cálculo do custo de capital de terceiros.

Entretanto, discordamos de algumas etapas definidas pela Arsae para cálculo do custo de capital próprio, especificamente no cálculo do beta.

I.1 Distorções no beta das empresas americanas de “*water utilities*”

Entendemos que ao se propor o uso do mercado americano como referência para obtenção do beta, utilizando o segmento de “*water utilities*” do Damodaran¹, a Arsae esteja incorrendo em potenciais erros.

O universo de companhias americanas definidas pelo Damodaran como pertencentes ao segmento de “*water utilities*” possui graves distorções. Primeiramente, das 22 empresas selecionadas pelo Damodaran, 9 não são empresas negociadas em ambiente bursátil, sendo negociadas apenas no mercado de balcão. Dessa forma, pode haver significativa incerteza em relação aos preços dessas essas empresas, dada a falta de liquidez e transparência das informações utilizadas.

Além disso, das empresas que são negociadas em bolsa, apenas 4 possuem serviços de coleta e tratamento de esgoto, sendo que destas, a maioria são empresas focadas em venda de água. Por serem empresas exclusivamente de venda e tratamento de água e estarem em alguns dos estados mais ricos dos Estados Unidos, acreditamos que essas empresas possuem um risco de negócio muito abaixo do risco da Copasa. Esta possui uma necessidade de investimento em esgoto muito alta ainda a se realizar e, como se sabe, os investimentos em esgoto possuem um custo muito mais alto do que em água, além de possuir um nível de complexidade operacional maior.

¹ DAMODARAN, Aswath. Current Data Sets – Total Beta by Industry Sector.

Ticker	Onde é negociada	Empresa	Valor de mercado (US\$ milhões)	ADTV 20d (US\$MM)	Receita Líquida (UDM) US\$MM	Segmentos presentes	
						Água	Esgoto
AWK Equity	NYSE	American Water Works Company, Inc.	12775	57,8	3283,0	Sim	Sim
WTR Equity	NYSE	Aqua America, Inc.	5239	17,3	820,1	Sim	Sim
CWT Equity	NYSE	California Water Service Group	1609	5,6	596,9	Sim	Não
AWR Equity	NYSE	American States Water Company	1561	4,4	439,4	Sim	Não
SJW Equity	NYSE	SJW Group	1013	4,5	348,0	Sim	Não
MSEX Equity	NASDAQ	Middlesex Water Company	631	1,8	132,0	Sim	Sim
CTWS Equity	NASDAQ	Connecticut Water Service, Inc.	607	1,2	98,0	Sim	Não
WAAS Equity	NYSE	AquaVenture Holdings Limited	529	2,7	113,3	Não	Não
YORW Equity	NASDAQ	The York Water Company	465	1,0	47,3	Sim	Sim
ARTNA Equity	-	Artesian Resources Corporation	286	0,6	78,4	Sim	Não
CDZI Equity	NASDAQ	Cadiz Inc.	253	1,4	0,3	Não	Não
GWRS Equity	NASDAQ	Global Water Resources, Inc.	159	0,1	22,6		
PCYO Equity	NASDAQ	Pure Cycle Corporation	125	0,1	0,5	Não	Não
TORW Equity	-	The Torrington Water Company	35	0,0			
TURV Equity	-	Two Rivers Water & Farming Company	21	0,1	4,2		
ESPH Equity	NYSE	Ecosphere Technologies, Inc.	10	0,0	0,8		
SINX Equity	-	Sionix Corp.	1	0,0	0,1		
EWCR Equity	-	Empire Water Corporation	1	0,0			
ALAN Equity	-	Alanco Technologies, Inc.	1	0,0	0,1	Não	Não
GWTR Equity	-	Global Water Technologies, Inc.	0	0,0		Não	Não
SWWE Equity	-	Aqua4, Inc.	0	0,0		Não	Não
OGNG Equity	-	Bravo Enterprises Ltd.	0	0,0	0,1		

Figura 1 - Principais dados das empresas americanas consideradas pelo Damodaran como universo de "water utilities"

Fonte: Bloomberg.

Sendo assim acreditamos primeiramente que o universo de comparação das empresas americanas do Damodaran não seja um universo comparável ao da Copasa, porque: i) este engloba muitas empresas para as quais o cálculo do beta pode estar distorcido, por possuírem liquidez muito baixa e algumas negociarem apenas em mercado de balcão; ii) a maioria das poucas empresas com liquidez e que negociam em alguma bolsa não são comparáveis setorialmente à Copasa pois realizam serviços apenas de água e/ou de água e esgoto apenas em estados com cobertura de esgoto de quase que 100%; iii) apenas 4 das empresas possui serviço de coleta de esgoto, ou seja, este beta calculado poderia ser aplicado somente ao segmento de venda e tratamento de água da Copasa.

I.II Necessidade de utilização de um beta para *Emerging Markets*

Ao se analisar o risco do mercado no qual a Copasa está inserido, além do risco país que obviamente a diferencia do mercado americano, existem algumas outras características bem determinantes que a diferencia em muito das empresas de água e saneamento americanas e europeias.

Quando se analisa o nível de tratamento de esgoto com relação à água consumida, segundo dados da ONU e OECD, observa-se que há uma grande diferença entre o Brasil e os países mais desenvolvidos.

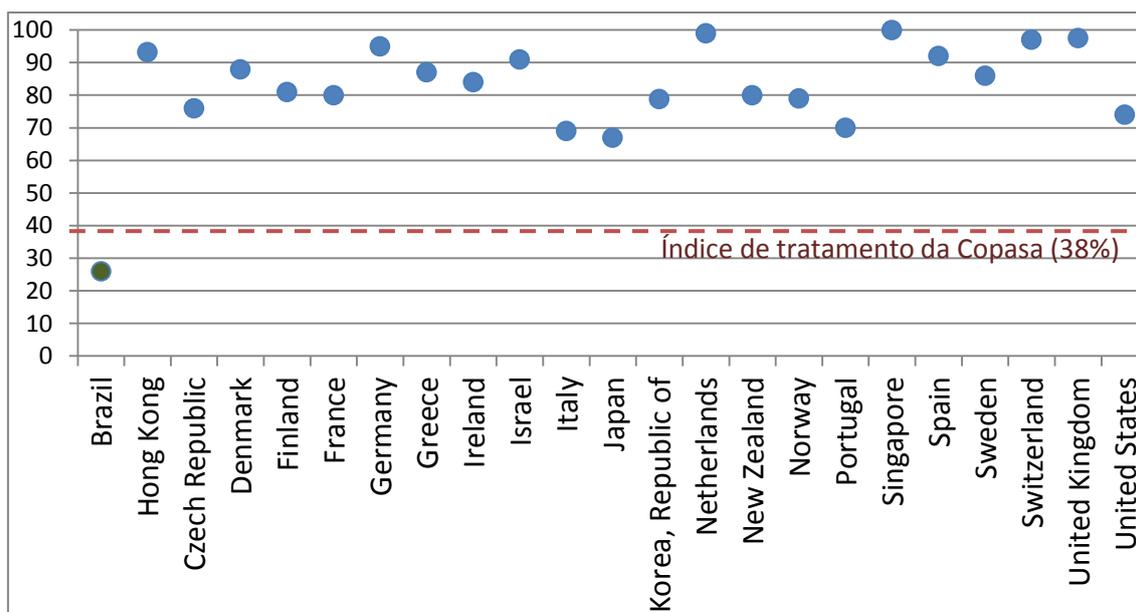


Figura 2 - Percentual da população com acesso a tratamento de esgoto
Fonte: OECD, ONU.

O Brasil possui um nível de tratamento de esgoto muito abaixo dos países desenvolvidos e, embora Minas Gerais esteja bem acima do nível brasileiro, ainda está muito distante do nível dos países desenvolvidos.

Por possuir um nível de tratamento de esgoto muito abaixo dos países desenvolvidos, a Copasa ainda precisa realizar um volume muito alto de investimentos para poder atingir a cobertura de esgoto dos países desenvolvidos. Isto impõe um risco muito maior de execução do que o de uma empresa de saneamento nesses países, que em geral investem quase sempre apenas em manutenção das redes atuais, comprometendo menos da receita atual da companhia e da capacidade de gestão.

Ao se comparar o Brasil com os países emergentes, observa-se um nível muito maior de aderência em termos de mercado de saneamento, embora ainda assim o Brasil está muito atrás da maioria dos países em termos de tratamento de esgoto.

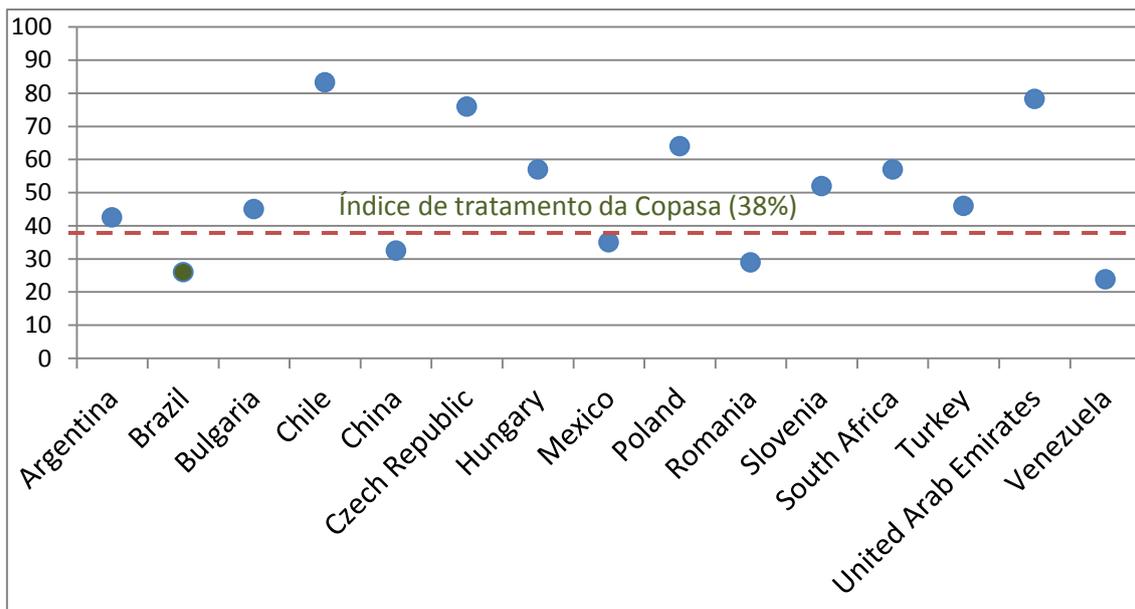


Figura 3 - Percentual da população com acesso a tratamento de esgoto em países emergentes
 Fonte: OECD, ONU.

Observa-se que o Brasil possui um nível de saneamento mais próximo de outros países emergentes, o que faz com que estes mercados sejam mais comparáveis em termos de riscos de negócio e perspectiva futura.

Vale lembrar que tais diferenças entre riscos não são sanadas ao se adicionar o risco país ao cálculo do custo de capital próprio, uma vez que correspondem a diferenças específicas do segmento de negócio no qual a Copasa faz parte.

Portanto, acreditamos que utilizar o beta das empresas americanas não é o mais adequado, mas sim utilizar o beta do setor de “*water utilities*” do Damodaran² para *Emerging Markets*, já que as outras economias emergentes possuem características muito mais parecidas com o Brasil, em termos de desafios e futuro de saneamento.

A utilização do beta americano somado ao componente de risco país só faria sentido caso a correlação entre o setor de saneamento brasileiro e a bolsa brasileira fosse semelhante à correlação entre o setor de saneamento americano e a NYSE. Isso não é verdade, pois o saneamento no Brasil requer altos níveis de investimento, grande risco de execução de projetos (muitas obras de tratamento de esgoto e expansão de rede são necessárias) e porque a regulação americana em água e saneamento já possui um histórico muito longo (embora apenas 20% das empresas contempladas no beta de “*water utilities*” americano possuam serviço de coleta e tratamento de esgoto).

Sendo assim, a utilização do beta de “*water utilities*” para *Emerging Markets* fornecido pelo Damodaran já contemplaria todas essas particularidades do mercado brasileiro, uma vez que essas características são compartilhadas também pelos outros países emergentes. Outra possível opção é utilizar o beta da Copasa em relação à NYSE.

² DAMODARAN, Aswath. Current Data Sets – Total Beta by Industry Sector – Emerging Markets.

O tema do beta já foi discutido e é sempre rediscutido nas revisões tarifárias das empresas de distribuição de energia elétrica pela ANEEL, que utiliza o beta das empresas brasileiras com relação ao S&P. Além disso, **a ANEEL caracteriza como erro de fundamento a utilização do beta de empresas americanas³.**

I.III Conclusões

Com base nos argumentos apresentados anteriormente acreditamos que a utilização do beta das empresas de “water utilities” americanas definidas pelo Damodaran possui erros conceituais, uma vez que:

- a) O espaço amostral de “water utilities” americano possui empresas com liquidez reduzida e pouca transparência de informações (mercado de balcão), o que pode distorcer o cálculo do beta das empresas.**
- b) Menos de 20% das empresas do espaço amostral de “water utilities” americano utilizado pelo Damodaran está presente no setor de coleta e tratamento de esgoto, portanto não podemos assumir que esse conjunto de empresas possui o mesmo modelo de negócios que a Copasa. A forma que o Damodaran utiliza para corrigir este erro comum é calculando um beta em separado para cada uma das unidades de negócio da companhia, o que no caso da Copasa seria calcular um beta para o segmento de tratamento e venda de água e outro beta para o segmento de coleta e tratamento de esgoto.**
- c) A simples adição do risco país no cálculo do custo de capital próprio não corrige as diferenças específicas entre o mercado de saneamento americano e o brasileiro, já que há sérias diferenças dentro do setor. Portanto, acreditamos não ser correto afirmar que a correlação entre o setor de saneamento americano com a bolsa americana seja comparável com a correlação entre o setor de saneamento brasileiro com a economia brasileira.**

Sendo assim, acreditamos que a melhor solução seria utilizar o beta das empresas de “water utilities” de *Emerging Markets*, também fornecido pelo Damodaran.

³ Nota Técnica nº 097/2001/SER/ANEEL