

Newfoundland

Capital Management

Phone: +55 (11) 51803312

São Paulo, 30 de janeiro de 2017.

Arsae-MG – Agência Reguladora de Serviços de Abastecimento de Água e de Esgotamento Sanitário do Estado de Minas Gerais

A/C.:

Rod. Pref. Américo Gianetti, 4001 - Ed. Gerais, 12º e 13º andares

CEP 31630-901 - Belo Horizonte – MG

Prezado Sr. Gustavo Gastão Corgosinho Cardoso,

Ref.: Contribuições Audiência Pública nº12/2016- 2ª etapa da Revisão Tarifaria Periódica da Copasa (Segunda Fase)

Venho por esse meio destacar a importância de um processo claro e transparente de Revisão Tarifaria Periódica para a Companhia de Saneamento de Minas Gerais – Copasa, que seja notoriamente imparcial, baseado em competência técnica.

Utilização do Beta Mercado Emergente setor “water utilities”

Conforme trecho destacado a seguir, discorreu de forma adequada a Arsae a respeito do conceito do Coeficiente Beta: “Coeficiente Beta mede a sensibilidade dos retornos da ação da empresa frente aos retornos do mercado, exprimindo o risco sistemático de um ativo, o qual implica o pagamento de um prêmio acima da rentabilidade de ativos sem risco. O propósito do Beta é de refletir o risco do ativo, nesse caso Copasa, em relação ao risco sistemático da carteira de mercado. Reflete o quanto a empresa é afetada por oscilações no comportamento de variáveis macroeconômicas (inflação, crescimento da economia, crises externas, etc)”.

A média dos Betas fornecidos por Damodaran dos últimos 5 anos do setor “water utilities” - que se tratam da média dos Betas desalavancados de empresas relacionadas ao setor de serviços públicos de tratamento e distribuição de água e esgotamento sanitário nos Estados Unidos - não reflete a realidade do Beta do setor de saneamento do Brasil e, por consequência, da Copasa.

O Setor de saneamento dos Estados Unidos já é regulado há muitas décadas e não passa pelos mesmos desafios enfrentados pelo Brasil no cenário atual, uma vez que o Beta médio das empresas americanas não reflete a realidade operacional e regulatória do setor de saneamento no Brasil, que ainda carece de uma regulação tarifária estruturada e de uma necessidade de investimentos maior, dado baixo índice de coleta e tratamento de esgoto, que se traduzem em maiores riscos operacionais e ambientais.

Parece-nos equivocado o argumento levantado pela Arsae de que se está aplicando a média do setor, quando se utilizam os retornos de uma carteira representativa ao invés de se utilizarem os retornos da própria empresa no cálculo do coeficiente. Entendemos ser mais adequado utilizar a média dos Betas dos últimos 5 anos do setor “water utilities”, fornecidos por Damodaran que inclui 53 empresas de Mercados Emergentes.

Damodoran (unlevered Betas)	Unlevered Betas	Fonte
US Utility (Water)	0.47	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbeta.xls
Global (Water)	0.77	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbetaGlobal.xls
Emerging (Water)	1.03	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbetaemerg.xls

	Beta 5 Anos	Fonte
Copasa vs. NYSE	0.97	Bloomberg; dados semanais
Copasa vs. SP 500	0.85	Bloomberg; dados semanais

Metodologia Lambda

De acordo com Damodaran, a melhor abordagem para calcular expectativa de custo de capital próprio é utilizar a Metodologia Lambda¹. Isso permite que a exposição para o risco país seja personalizada de acordo com cada empresa (ou cada setor). Semelhante ao Beta, o Lambda será centralizado em torno de 1, de forma que o Lambda de 1 indica uma empresa com a exposição média ao risco país e um lambda maior ou menor a 1 indica exposição, respectivamente, superior ou inferior a média do risco país.

Assim, o Custo de Capital Próprio seria calculado da seguinte forma:

$$E(R_e) = R_f + \text{Beta} [\text{Premio de Risco Mercado}] + \lambda (\text{Premio de Risco País})$$

Ou

$$E(R_e) = R_f + \text{Beta} [E(R_m) - R_f] + \lambda \text{rbr}$$

λ (lambda) é o a variação ao risco país para uma empresa ou setor

É razoável aceitar que empresas (e setores) exibem diferentes exposições ao risco país. Damodaran propõe que a fonte de receita no país é o determinante mais obvio da exposição da empresa (setor) ao risco país. A empresa que obtêm 30% da receita no Brasil deveria ser menos exposta ao risco país do Brasil do que uma empresa que obtêm 70% da receita no Brasil. A maneira mais objetiva de calcular o Lambda seria:

$$\text{Lambda}_j = (\% \text{ de Receita no país para empresa } j) / \% \text{ de receita media das empresas no mercado}$$

Como exemplo, Damodaran utiliza Embraer, em que 3% foi a receita media da Embraer de origem no Brasil e 85% foi a receita media auferida no Brasil das empresas do mercado. De acordo com isso o lambda da Embraer teria o seguinte calculo:

$$\text{Lambda Embraer: } 3\% / 85\% = 0,04$$

A Copasa, assim como as empresas do setor de saneamento, tem 100% da sua receita no Brasil, seu Lambda ou o Lambda do setor seria 1,18. Esse ajuste reflete a maior correlação a risco país que a Copasa e o setor de saneamento exhibe e deveria refletir no seu custo de capital próprio.

Conclusão

Recomendamos a utilização do Beta de Mercados Emergentes “water utilities” da base de dados fornecidos pelo Damodaran² que melhor reflete as oscilações do setor de saneamento brasileiro em relação ao risco de mercado e, por consequência, melhor representa a Copasa. Adicionalmente, sugerimos inserir o fator lambda para adequadamente representar a exposição ao risco país que exhibe o setor de saneamento, que inclui a Copasa.

Obrigada,

Newfoundland Capital Management

Por: Gabriela Gesteira Benjamin

Internet: gbenjamin@newfcap.com

¹ Medindo Exposição da Empresa ao Risco País: Teoria e Prática (Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice) <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/CountryRisk.pdf>

² <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbetaemerg.xls>