

Memorando 20190617.01

Canoas, 17 de junho de 2019.

Ao Sr. Demétrius Jung Gonzalez

Diretor Geral

Agência Reguladora Intermunicipal de Saneamento do Rio Grande do Sul – AGESAN - RS.

Canoas - RS

Assunto: Contrarrazão do Ofício 0934/2019-GP da Corsan-RS

Senhor Diretor Geral, após a análise da contrarrazão da Corsan, a respeito do Parecer Técnico 20190521.01 GTR apresentamos a seguir nossas considerações.

1. Beta (β)

Como referendado ao longo do texto do ofício supracitado, é um processo de estimação. Para a Corsan é um esforço de equiparação com companhias como Sabesp, Sanepar, Copasa, pois estas últimas são listadas na bolsa de valores e, portanto, com capital aberto. Com isto, o Beta (β) deverá possuir base no retorno de operadoras com papéis de liquidez satisfatória e negociados em bolsa pública e deste modo, para a Corsan, trata-se de uma estimativa. Percebe-se pela ordem de grandeza das razões de endividamento das companhias que distam entre si, nota-se Corsan 22,89% e, Sabesp, Sanepar e Copasa, 67,06%, 49,56, 85,23%, respectivamente.

O primeiro valor de (β) apresentado pela Corsan foi de 0,65 com impostos e contribuições de 34,0%, levando-se a cargo os benefícios fiscais da Corsan de 9,0% na alavancagem proposta no ofício 0934/2019-GP, o *Beta* (β) seria de 0,7564, metodologia que considera-se adequada e aceita por este regulador, logo, recomenda-se $\beta = 0,7564$.

2. Retorno do Ativo Livre de Risco (R_f)

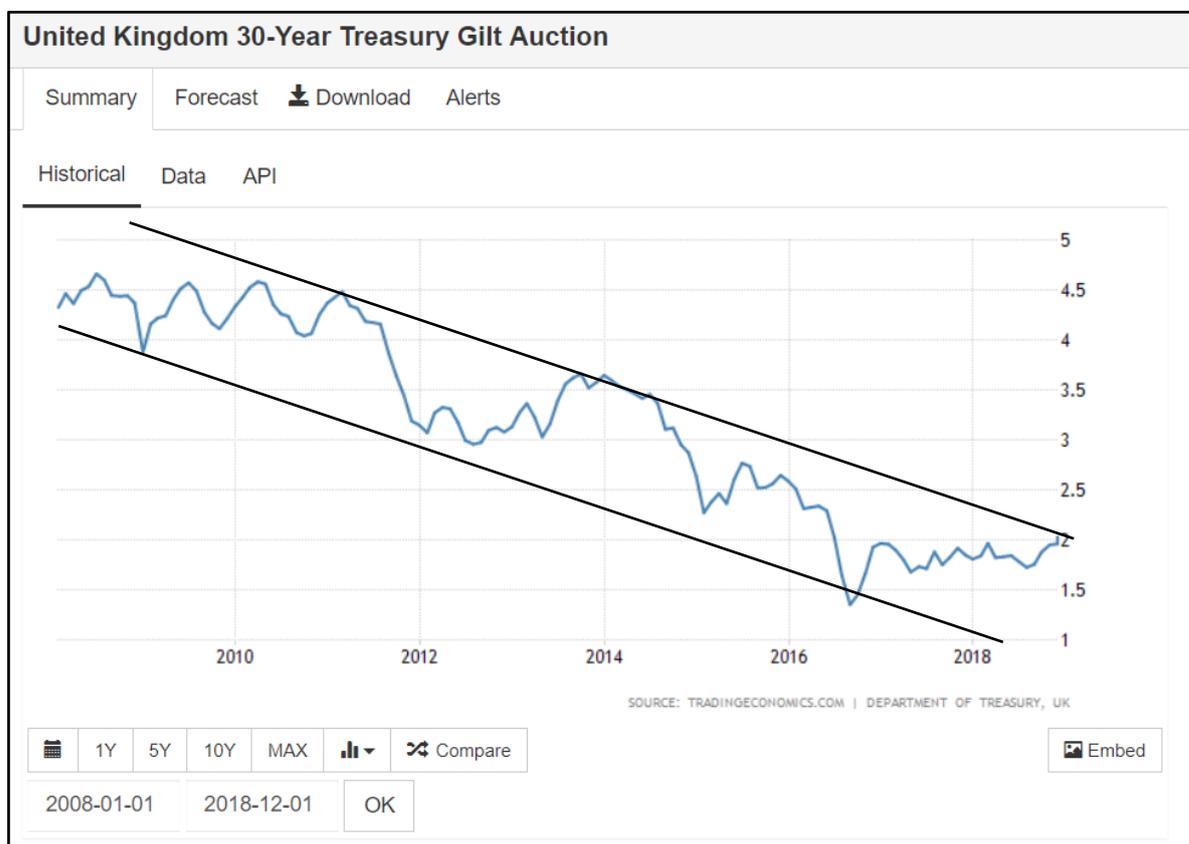
O coeficiente (R_f) tem sido amplamente utilizado pelas agências reguladoras brasileiras para a obtenção dos dados necessários ao cálculo do CAPM. As agências se embasam no baixo volume de negociação dos ativos no mercado de capitais brasileiro, na

grande dependência em relação ao capital estrangeiro, excessiva volatilidade a alterações exógenas à economia brasileira, problemas de natureza institucional e regulatória do mercado, dentre outros, conforme ASSAF et al (p.72-83, 2008) (*In:<https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4637909/mod_resource/content/1/custo%20de%20capital%20proposta.pdf>*).

Considerou-se para tal, um indexador prudente, os títulos da dívida dos Estados Unidos (*In:<<https://fred.stlouisfed.org/series/DGS20>>*), a qual é coerente com o prazo de maturação dos investimentos em saneamento básico, também presente na aba “dados” da planilha eletrônica “8 WACC”, componente do assunto do caderno 002 da requisição tarifária ordinária e sem conversão, situação última, igualmente adotada pela Adasa em IRT anterior (*In:<http://www.adasa.df.gov.br/images/stories/anexos/cidadao/ap001/contribuicao_ca_esb_corpo_principal.pdf>*).

Desta forma, percebe-se que os títulos do tesouro britânico *United Kingdom 30-Year Treasury Gilt Auction* da Figura 1, poderiam ser considerados como ativo livre de risco, contudo, o mesmo não rompeu um canal de baixa que se verifica decrescente no período de 10 anos considerado.

Figura 1: Canal de baixa de 10 anos para o período compreendido de janeiro de 2008 e dezembro de 2018. dos Títulos do Tesouro Britânico *United Kingdom 30-Year Treasury Gilt Auction*.



Fonte: <https://tradingeconomics.com/united-kingdom/30-year-bond-yield>.

Conforme os autores Ellington e Milas (2019) da Universidade de Liverpool, em trabalho sobre Liquidez global, crescimento monetário e inflação (*In:* <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1572308919303171>>), a experiência do Reino Unido do trauma financeiro compreendeu uma recessão prolongada seguida por uma frágil recuperação. A resposta da política monetária do Reino Unido consistiu em cortes sucessivos nas taxas de juros que congelaram em 0,5% em 5 de março de 2009 e foram reduzidos para 0,25% em 4 de agosto de 2016, após a decisão do Reino Unido de deixar a União Europeia. Em vista da substancial incerteza política envolvida nas negociações do *Brexit*, que enfraquecem a Libra Esterlina e, por sua vez, elevam os preços de importação, criando um risco de o Reino Unido entrar em um regime de alta inflação.

Diferentemente do ocorrido com os títulos do tesouro britânico, os títulos do tesouro americano *United States 20-Year Treasury Constant Maturity Rate* da Figura 2, apresentaram maior fidelidade a um planejado futuro em relação a tendência da macroeconomia para o retorno do ativo livre de risco (R_f).

Figura 2: Linha de tendência de 10 anos para o período compreendido de janeiro de 2008 e dezembro de 2018 dos Títulos do Tesouro Americano *United States 20-Year Treasury Constant Maturity Rate* com ruptura do canal de baixa pela linha de tendência de alta de médio prazo a partir de meados de 2018.



Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS20>

Quando a liquidez e a eficiência são insuficientes, como ocorre no mercado brasileiro, a taxa livre de risco, de acordo com Silveira et al (2010) apud Picolli et al (p.2, 2014), pode ser tomada a partir da (In:< <http://www.revistas.udesc.br/index.php/reavi/article/view/4091>>):

“[...] soma entre o risco país e a taxa de juros paga pelos títulos do tesouro americano [...]”.

O ambiente econômico presente encontra-se cauteloso, reforçasse os baixos níveis de incerteza ligados aos monopólios naturais de serviços essenciais, portanto, entende-se que há uma associação direta para taxas livres de risco módicas e sem correção inflacionária como sugere a citação direta supracitada. Para tanto, recomenda-se manter $(R_f) = 3,38\%$, adiciona-se ao mesmo dentro do custo de capital próprio, o risco país $(R_p) = 2,62\%$, conforme apresentado na Informação Técnica n.40/2019-DT (p.4, 2019) da Agergs, (In:<http://www.agergs.rs.gov.br/upload/20190425103804informacao_40_2019_dt.pdf>).

Dentro dos padrões regulatórios não foram observados a menção aos títulos livre de riscos britânicos como indicador de CAPM, embora há de se considerar que mesmo os títulos emitidos pelo governo americano, atualmente não são considerados livres de risco em termos reais, dado que a rentabilidade não é garantida, independente do período de tempo de investimento projetado (principalmente pela volatilidade da inflação).

3. Prêmio de Risco de Mercado ($R_m - R_f$)

Foi utilizado o valor apresentado pela reguladora britânica Ofwat em material datado de 11 de julho de 2017 (In:<<https://www.ofwat.gov.uk/wp-content/uploads/2017/07/Appendix-13-Risk-and-return.pdf>>), sendo os aspectos metodológicos tarifários propostos para o ano de 2020, refletindo a realidade econômica atual global. A Corsan sugere uma “conversão de valores que leve em conta as diferenças conjunturais entre os países”, entretanto, a metodologia adotada por este regulador já foi aplicada pela Agência Reguladora de Saneamento do Distrito Federal - Adasa (In:<http://www.adasa.df.gov.br/images/stories/anexos/cidadao/ap001/contribuicao_ca_esb_corpo_principal.pdf>), com o emprego direto de indexadores estrangeiros. Como se considerou $R_f = 3,38\%$ e $(R_m - R_f) = 5,50\%$, presumisse matematicamente que o risco esperado seja $R_m = 8,88\%$, acima do preconizado pelo regulador britânico que previa $R_m = 6,75\%$ e $R_f = 1,25\%$, o segundo inferior inclusive ao $R_f = 3,38\%$ tabulado pelos títulos da dívida americana que foi adotado. Por conseguinte, sugere-se manter o prêmio de risco de mercado $(R_m - R_f) = 5,50\%$.

4. Custo de capital próprio (Re)

Em análise do Ofício 0934/2019-GP da Corsan, é mencionado que o custo de capital próprio calculado pela AGESAN-RS, está muito próximo “de um ativo brasileiro de longo prazo e de baixíssimo risco”, encontrando-se abaixo da média por outras agências reguladoras.

Tratando-se da prática de regulação, um outro fator que deve ser considerado é a estabilidade da metodologia e a previsibilidade dos resultados ao longo do horizonte de tempo relevante para a execução de investimentos e aplicação dos incentivos à eficiência na prestação dos serviços. Os custos obtidos devem ser suficientemente fiéis às condições correntes de mercado, de forma que a operação da empresa não seja financeiramente inviabilizada.

Visto que o investidor se depara com a escolha entre diferentes remunerações e riscos, que envolvem o risco de liquidez, de crédito, de mercado, dentre outras incertezas associadas ao investimento. Para viabilizar o investimento, esta remuneração precisa ser maior que outras oportunidades de investimento disponíveis no mercado, que apresentem igual ou menor risco.

É importante lembrar que o setor de saneamento básico dispõe de acesso facilitado a linhas de empréstimo e financiamento com custo subsidiado, concedidos por instituições de fomento, ou com custo reduzido e condições vantajosas (prazos mais longos, carência, taxas reduzidas), mesmo em captações no setor privado. Isso se justifica em virtude de vários fatores:

(i) alcance social dos projetos de investimento, especialmente os de longo prazo, que geralmente prezam pela melhoria da qualidade e expansão do serviço às localidades ainda sem cobertura;

(ii) investimentos de longo prazo e no setor produtivo;

(iii) previsibilidade estabilidade do fluxo de caixa, oriundo de contratos de longo prazo;

(iv) essencialidade do serviço prestado; dentre outros.

Se a tarifa não leva em consideração estes custos reduzidos, haverá uma clara e indevida transferência de recursos dos usuários para o prestador do serviço.

O Relatório Focus resume as estatísticas calculadas considerando as expectativas de mercado coletadas até a sexta-feira anterior à sua divulgação. Considerando as expectativas de mercado para o período de investimento do prestador, temos os dados (In: <<https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20190614.pdf>>) apresentados na Tabela 1.

Tabela 1: Comportamento dos indicadores do Relatório Focus com as Expectativas de Mercado de 07 de junho de 2019.

Índice/Ano	2019	2020	2021	2022
IPCA (%)	3,89	4,00	3,75	3,75
Meta taxa Selic (% a.a.)	6,50	7,00	7,50	7,50
IGP-M (%)	5,92	4,09	4,00	4,00

Fonte: Adaptado de Banco Central do Brasil (2019).

Conforme o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) (p. 52, 2018), considera-se a sequência na queda de taxas de juros reais motivadas pela manutenção das políticas atuais. A Tabela 2 apresenta tendências para a taxa de juros da Nota do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), em horizontes compreendidos de cinco a 25 anos de 2019 a 2023 (In:<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14760/1/Perspectivas%202018-2023_P.pdf>).

Tabela 2: Taxa de juro real NTN-B fim de ano (%).

Ano de referência	Prazo de 5 anos	Prazo de 25 anos
2019	4,2	5,1
2020	3,9	4,7
2021	3,6	4,3
2022	3,3	3,9
2023	3,0	3,5

Fonte: Adaptado de BNDES (p. 52, 2018).

Considerando Títulos do Tesouro Direto Prefixados (In:<<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto-precos-e-taxas-dos-titulos>>), com vencimentos nos anos de 2022, 2025 e 2029, verifica-se rentabilidades anuais de 6,62%, 7,57% e 7,92%, respectivamente. Como o reposicionamento tarifário, ocorre a cada 5 anos e neste período o investimento do prestador nas obras planejadas e que serão acompanhadas por esse regulador, julga-se adequado considerar como comparação de mercado uma rentabilidade média entre os três períodos, logo igual a 7,37% e que se assemelhasse àqueles investimentos como Tesouro IPCA + 2024, que a tendência é remunerar 7,12%, ou mesmo Tesouro Selic 2025, com 7,52%, todos na faixa entre 7,12% e 7,52% e distintos do apresentado pela Corsan de 9,43%, visto o cenário projetado para o mercado brasileiro como inclusive é público e noticiado pela imprensa econômica especializada

(In:<<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/noticia/8387272/tesouro-direto-titulo-paga-a-inflacao-mais-338-ao-ano-nesta-terca-feira>>).

Somam-se as considerações anteriores, afim de comparar com a rentabilidade de mercado, em Nota Técnica 2/2019 – DT da Agergs (p. 4; 2019) 11 de abril de 2019, (In:<http://www.agergs.rs.gov.br/upload/20190425103526notatecnica_02_2019_dt.pdf>), a reguladora estatal apresenta um custo do capital próprio (R_e) de 9,61%.

Sopesando um *Beta* (β) igual a 0,7564, um retorno do Ativo Livre de Risco (R_f) de 3,38%, um Prêmio de Risco ($R_m - R_f$) de 5,50% e um Risco País (R_p) de 2,62%, o Custo do Capital Próprio (R_e) será obtido pela Eq (1).

$$R_e = R_f + \beta.(R_m - R_f) + R_p = 3,38\% + 0,7564 . (5,50\%) + 2,62\% = \mathbf{10,16\%} \quad \text{Eq (1)}$$

Como verificado, um o Custo do Capital Próprio obtido foi de 10,16%, superior inclusive ao valor da Nota Técnica 2/2019 – DT da Agergs que foi de 9,61% e acerca de 37,86% superior à rentabilidade média de 7,37% de ativos prefixados do Tesouro Nacional.

Assim sendo, a remuneração definida pela AGESAN-RS é significativamente maior que as rentabilidades de ativos de baixo risco disponíveis no mercado brasileiro.

5. Considerações Finais

O presente regulador, possui como missão estabelecer limites de preço possíveis para que companhias bem administradas, financiem a prestação dos seus serviços e se apropriem de uma parcela oriunda dos ganhos de eficiência.

Do ponto de vista regulatório, entende-se que os indexadores estrangeiros utilizados oferecem estabilidade e segurança, pois em mercados emergentes, podem ocorrer uma superestimação do custo médio ponderado do capital, devido a conversões inflacionárias do mercado estrangeiro para o local. Cabe ressaltar, que independentemente da metodologia empregada, as mesmas são apenas uma tentativa de previsão do futuro, assim, a modicidade deve estar presente.

Para tanto, o presente memorando complementa e altera a Nota Técnica 20190521.01 – GTR, recomendando o Custo do Capital Próprio (R_e) de 9,74% para 10,16%, por conseguinte o Custo Médio Ponderado do Capital ($WACC$) será de 9,78% e o Índice de Reposição Tarifário (IRT) de **8,53%**.

Cabe frisar que o regulador está atento quanto ao risco regulatório, para que haja equilíbrio entre prestador, poder concedente e contribuinte.

Sendo o que tínhamos para o momento, colocando-nos à disposição para eventuais dúvidas.

Atenciosamente,

Tiago Luis Gomes
Diretor de Regulação
AGESAN-RS

Andressa Afonso
Coordenadora de Normatização e Fiscalização
AGESAN-RS

Daniel Luz dos Santos
Assessor de Fiscalização
AGESAN-RS