



COMPANHIA RIOGRANDENSE DE SANEAMENTO

Administração: Rua Caldas Junior, 120 – 18º Andar – CEP 90018-900 – Porto Alegre – RS
Protocolo: Rua Sete de Setembro, 641 – 6º Andar – CEP 90010-190 – Porto Alegre – RS

Ofício 0934/2019-GP

Porto Alegre, 06 de Junho de 2019.

Ao Sr. Demétrius Jung Gonzalez
Diretor Geral
Agência Reguladora Intermunicipal de Saneamento – Agesan-RS
Canoas/RS.

Assunto: Contrarrazão - Parecer Técnico 20190521.01 GTR

Senhor Diretor,

Após análise do Parecer Técnico 20190521.01/GTR apresentamos a seguir nossas considerações em relação a metodologia utilizada para apuração do WACC.

Custo de Capital Próprio

No contexto do custo médio ponderado de capital o modelo CAPM é a metodologia padrão para cálculo do custo de capital próprio. Cabe ressaltar que na metodologia apresentada pela AGESAN-RS foi utilizada a variação do modelo conhecida como *country spread* CAPM, o qual adiciona o risco país ao cálculo, assim como sugerido pela Corsan.

Beta

O Beta mede a sensibilidade dos retornos da empresa ao excesso de retorno de mercado $R_m - R_f$. Trata-se de uma medida de risco cujo valor demonstra o quanto os retornos da empresa são suscetíveis à variação dos retornos de mercado.

A AGESAN-RS utilizou o beta calculado na revisão tarifária de 2009 da Ofwat, autoridade de regulação de serviços de água da Inglaterra e País de Gales. Cabe ressaltar que a Ofwat regula um mercado composto somente por empresas privadas. Em suma, o Beta utilizado provém de estudos realizados em um mercado estrangeiro, contendo apenas empresas privadas e considerando o cenário de 10 anos atrás.

Segundo a Nota Técnica, após determinar um valor médio para o setor britânico, este é desalavancado através da razão de endividamento média da Sabesp, Copasa e Sanepar. Cabe ressaltar que desalavancar um Beta de mercado estrangeiro considerando a razão de endividamento de empresas brasileiras não é adequado. O indicado é desalavancar um Beta através da razão de endividamento das empresas que compõem o seu cálculo, já que essa métrica



de risco embute a alavancagem financeira¹ dessas empresas, portanto, utilizar a razão de endividamento de empresas de um mercado distinto acabaria distorcendo o risco calculado.

No processo de desalavancagem foi considerado o benefício fiscal da dívida de 9%, correspondente a Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSLL), no entanto ao se desalavancar o Beta do setor utilizando a estrutura de capital média das três empresas citadas, o correto é incluir o Imposto de Renda Pessoa Jurídica de 25%, totalizando 34%, já que esse tributo incide sobre as empresas citadas. Por fim, o valor obtido é realavancado utilizando a razão de endividamento da Corsan considerando-se um benefício fiscal de 9%.

Visando o controle preciso da metodologia de estimação, além de aproximar o resultado final ao real valor da variável, a Corsan optou por estimar² o Beta médio do setor de saneamento básico brasileiro e realavancá-lo para sua estrutura de capital, em detrimento do uso do Beta de mercado estrangeiro, visto que este não reflete a realidade do setor de saneamento Brasileiro.

Retorno do Ativo Livre de Risco

A Taxa Livre de Risco consiste na taxa de remuneração de ativos que não possuem risco de crédito (calote), de mercado (desvalorização) e de liquidez. Em resumo, ativos livres de riscos não sistemáticos. As melhores *proxies* existentes são os títulos da dívida soberana dos países e, nesse contexto, é consenso³ que os títulos da dívida dos EUA são o que mais se aproximam de um ativo livre de risco. A fim de mitigar qualquer distorção causada por adotar uma variável de mercado estrangeiro é altamente recomendável que seja efetuada uma conversão cambial dessas taxas. Para tanto, usa-se o princípio da paridade do poder de compra⁴ em que, através da razão das taxas de inflação, se converte o valor de variáveis econômicas.

A AGESAN-RS apresentou o retorno médio do título do tesouro americano com maturidade de 20 anos e constante. Como argumentado, o uso dessa variável é recomendado pela literatura⁵, porém a AGESAN-RS utilizou o valor sem conversão no cálculo, o que não é recomendável. No contexto econômico brasileiro, uma taxa de juros livre de risco de 3,38% ao ano encontra-se muito aquém

¹ Alavancagem Financeira baseia-se na captação de recursos de terceiros (basicamente, empréstimos, debêntures, ações preferenciais, entre outros) para financiar investimentos.

² Tendo em vista que a Corsan não possui ações negociadas em bolsa, não é possível calcular o próprio beta da forma tradicional.

³ DAMODARAN, A. **Applied Corporate Finance**. John Wiley & Sons, Hoboken/NJ, 2014; MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Metodologia de cálculo do WACC**. Brasília, 2018; NETO, Alexandre Assaf; LIMA, Fabiano Guasti; DE ARAÚJO, Adriana Maria Procópio. **Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil**. Revista de Administração-RAUSP, 2008.

⁴ Postula que no longo prazo o diferencial do preço dos bens em diferentes países corresponde ao diferencial da variação da inflação entre esses dois países. Mais informações em: *Krugman e Obstfeld (2009), Economia Internacional, Pearson Education Inc.*

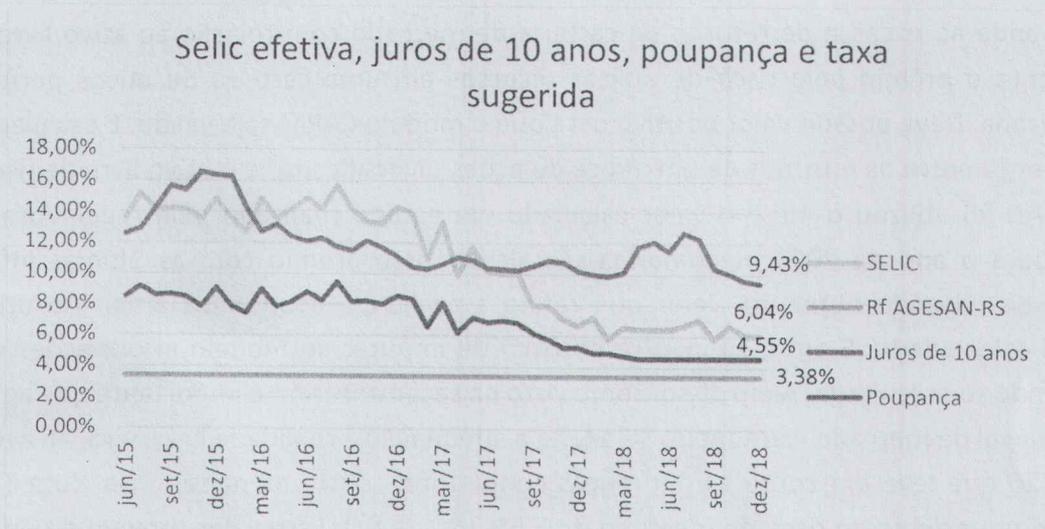
⁵ MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Metodologia de cálculo do WACC**. Brasília, 2018.



COMPANHIA RIOGRANDENSE DE SANEAMENTO

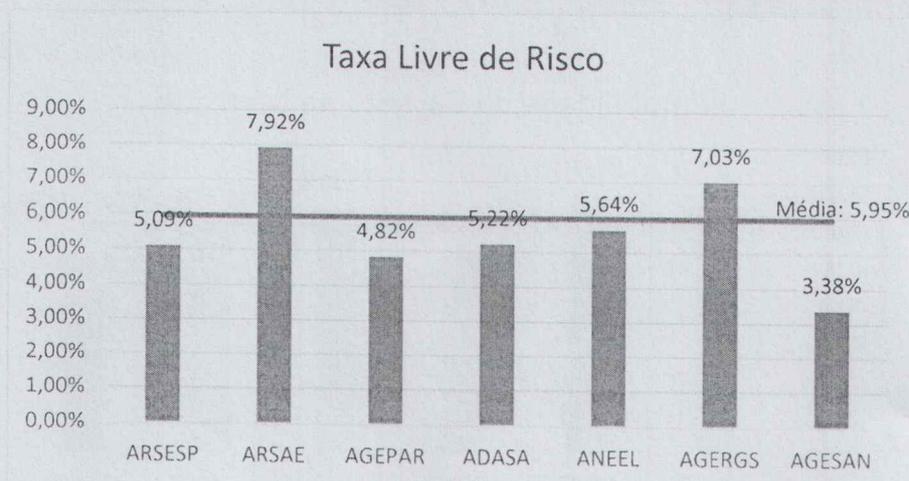
Administração: Rua Caldas Junior, 120 – 18º Andar – CEP 90018-900 – Porto Alegre – RS
Protocolo: Rua Sete de Setembro, 641 – 6º Andar – CEP 90010-190 – Porto Alegre – RS

da realidade. Isso fica claro ao se observar a variação da taxa Selic⁶ efetiva (taxa de juros de curtíssimo prazo), dos juros de 10 anos⁷ e do rendimento da poupança, no gráfico a seguir.



Nota-se que o valor sugerido se encontra consideravelmente abaixo das taxas de juros de curto e longo prazo, dessa forma, demonstra que é uma medida fora de contexto para o cenário econômico brasileiro. Ademais, ao observar as taxas utilizadas por outras agências reguladoras vemos que o valor de 3,38% está consideravelmente abaixo do praticado, como ilustram a tabela e o gráfico a seguir:

ARSESP	ARSAE	AGEPAR	ADASA	ANEEL	AGERGS	AGESAN
5,09%	7,92%	4,82%	5,22%	5,64%	7,03%	3,38%



⁶ Segundo o Banco Central do Brasil: a taxa Selic refere-se à taxa de juros apurada nas operações de empréstimos de um dia entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia. O BC opera no mercado de títulos públicos para que a taxa Selic efetiva esteja em linha com a meta da Selic definida na reunião do Comitê de Política Monetária do BC (Copom).

⁷ Taxa de juros de 10 anos proveniente da estrutura a termo da taxa de juros, extraída dos contratos de juros futuros (DI1), negociados na B3.

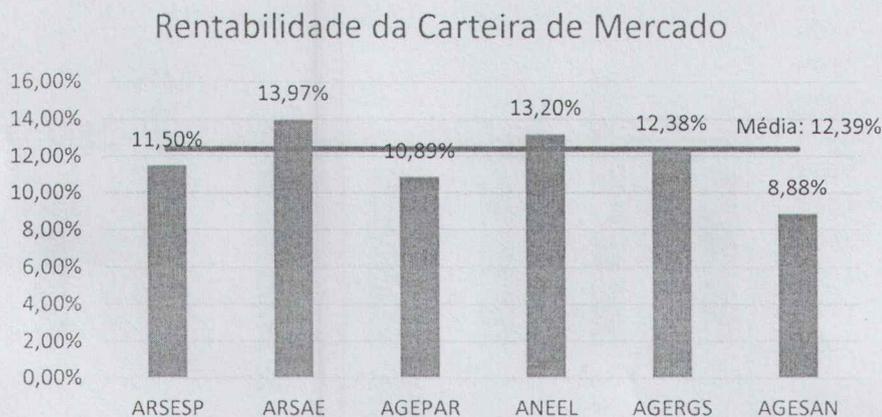


Prêmio de Risco de Mercado

Corresponde ao excesso de retorno da carteira de mercado com relação ao ativo livre de risco. Representa o prêmio pelo risco de aplicar recursos em uma carteira de ativos perfeitamente diversificada. Deve possuir valor positivo para que o modelo CAPM seja válido. É calculado através da diferença entre os retornos de um índice de ações diversificado⁸ e o ativo livre de risco.

A AGESAN-RS utilizou o mesmo valor calculado em estudo realizado pela reguladora Britânica Ofwat para o ano de 2014. Recomenda-se calcular esse prêmio com as últimas informações disponíveis, visando obter um valor que reflita a realidade econômica atual. Ao utilizar uma variável calculada há 5 anos, se incorre no risco de imputar ao modelo informações obsoletas, enviesando seu resultado. Além disso, como visto na seção anterior, é importante que ao se utilizar uma variável de mercado estrangeiro seja feita a adequação à realidade brasileira, através de uma conversão que leve em conta as diferenças conjunturais entre os países. Na Nota Técnica foi utilizado um prêmio de risco de mercado de 5,5% ($R_m - R_f$). Esse valor provém de uma taxa de retorno de mercado de 6,75% (R_m) menos a taxa livre de risco de 1,25% (R_f), valores utilizados no estudo da reguladora Ofwat. No entanto, a AGESAN-RS não utilizou as mesmas premissas informadas no estudo britânico. A variável utilizada pela AGESAN-RS como taxa livre de risco foi de 3,38% (R_f), sem detalhamento da origem da taxa de retorno de mercado de 8,88% (R_m). A taxa de retorno de mercado utilizada na Nota Técnica está abaixo da média considerada adequada à realidade brasileira, conforme demonstrado a seguir:

ARSESP	ARSAE	AGEPAR	ANEEL	AGERGS	AGESAN
11,50%	13,97%	10,89%	13,20%	12,38%	8,88%



⁸ Em geral se usa um dos índices da bolsa de Nova York, como o S&P 500 (500 ativos) ou o NYSE (≈2800 ativos).



COMPANHIA RIOGRANDENSE DE SANEAMENTO

Administração: Rua Caldas Junior, 120 – 18º Andar – CEP 90018-900 – Porto Alegre – RS
Protocolo: Rua Sete de Setembro, 641 – 6º Andar – CEP 90010-190 – Porto Alegre – RS

Custo de Capital Próprio

O custo de capital próprio é o custo de oportunidade de longo prazo do acionista da empresa e dessa forma reflete o *trade-off* entre investir na empresa ou em outro ativo. O custo de capital próprio da Corsan, calculado pela AGESAN-RS, apresentou o valor de 9,74%. Fazendo um comparativo com o valor da taxa de juros de 10 anos apresentada anteriormente, a qual estava em 9,43% no final de 2018, fica claro que o valor apresentado está muito próximo daquele de um ativo brasileiro de longo prazo e baixíssimo risco. Esse fato enseja uma remuneração inadequada ao capital próprio da empresa, já que do ponto de vista do acionista seria mais eficiente, levando em conta o *trade-off* risco retorno, aplicar em um título de renda fixa com *duration* de 10 anos⁹. Por fim, ao compararmos o custo de capital próprio calculado por outras agências reguladoras com aquele obtido pela AGESAN-RS, verificamos que esse se encontra consideravelmente abaixo da média.

ARSESP	ARSAE	AGEPAR	ADASA	ANEEL	AGERGS	AGESAN
12,50%	15,80%	13,70%	14,16%	13,57%	12,74%	9,74%



⁹ Um título com maturidade de 10 anos sem pagamento de cupons intermediários.



COMPANHIA RIOGRANDENSE DE SANEAMENTO

Administração: Rua Caldas Junior, 120 – 18º Andar – CEP 90018-900 – Porto Alegre – RS
Protocolo: Rua Sete de Setembro, 641 – 6º Andar – CEP 90010-190 – Porto Alegre – RS

Quadro comparativo das bases e premissas utilizadas

	AGESAN-RS	Corsan
Beta (β)	Beta médio do setor de saneamento britânico calculado na revisão da tarifa de 2009 pela Ofwat. Desalavancado pela média da razão de endividamento (RE) das 3 empresas estatais de saneamento listadas na B3 (Sabesp, Sanepar e Copasa). Realavancado pela RE da Corsan.	Beta médio do setor de saneamento brasileiro calculado com informações recentes utilizando os retornos das ações das 3 empresas estatais de saneamento listadas na B3 (Sabesp, Sanepar e Copasa). Desalavancado pela razão de endividamento (RE) dessas 3 empresas e realavancado pela RE da Corsan.
Retorno do Ativo Livre de Risco (R_f)	Retorno médio no período de janeiro de 2008 a dezembro de 2017 do título de dívida com maturidade constante de 20 anos dos EUA. Sem conversão.	Retorno médio no período de janeiro de 2008 a dezembro de 2017 do título de dívida com maturidade constante de 20 anos dos EUA. Convertido considerando o princípio da paridade do poder de compra.
Prêmio de Risco de Mercado ($R_m - R_f$)	Resultado utilizado pela Ofwat na revisão tarifária de 2014. Considerada uma taxa livre de risco 3,38% e um retorno de mercado de 8,88%, resultando em 5,5%. Sem conversão. No estudo original foram considerados os seguintes valores: R_f : 1,25% e R_m : 6,75%.	Diferença entre os retornos médios da carteira de mercado e do ativo livre de risco. Como <i>proxie</i> da carteira de mercado foi utilizado o índice NYSE. Convertido considerando o princípio da paridade do poder de compra.

Considerações finais

Em razão das argumentações detalhadas acima, embora identificadas as bases e premissas utilizadas pela reguladora, evidenciou-se que os valores não estão alinhados àqueles praticados pelas principais agências reguladoras brasileiras. Ademais, não encontramos aderência ao contexto econômico brasileiro e ao contexto do saneamento básico do país, elementos preponderantes para alavancagem do setor.

Também, considerando o cenário atual, de contingenciamento de recursos federais subsidiados para o saneamento, é necessário que o capital da empresa seja remunerado adequadamente para que as captações de recursos financeiros se viabilizem, e para tanto a sua remuneração deve estar em linha com custos e taxas praticados pelo mercado.



COMPANHIA RIOGRANDENSE DE SANEAMENTO

Administração: Rua Caldas Junior, 120 – 18º Andar – CEP 90018-900 – Porto Alegre – RS
Protocolo: Rua Sete de Setembro, 641 – 6º Andar – CEP 90010-190 – Porto Alegre – RS

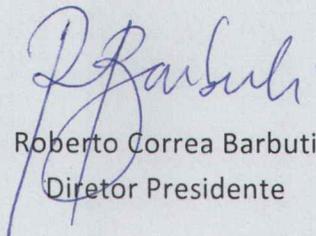
Desta forma, conforme exposto no Ofício 0848/2019-GP, entendemos que o Custo Médio Ponderado de Capital – WACC apurado pela Corsan, alinhado à realidade do mercado brasileiro, é de 12,58%, sendo pertinente sua aplicação como índice para a remuneração adequada da base de ativos regulatória – RAd BAR.

Por fim, salientamos que o WACC regulatório recentemente deliberado pela AGERGS foi de 11,13%, já demonstrando desenquadramento aos elementos aqui sopesados.

Nesse sentido, em que pese o índice apresentado pela AGESAN-RS de 9,44% encarecemos que os mesmos sejam reanalisados, considerando o exposto.

À disposição para eventuais esclarecimentos que se façam necessários, firmamo-nos.

Atenciosamente,



Roberto Correa Barbuti
Diretor Presidente