



488
2/05

Nota Técnica nº 024/01/ SCG

Rio de Janeiro, 05 de setembro de 2001.

RESPOSTA AO RECURSO APRESENTADO PELA TBG

SOBRE CUSTO DE CAPITAL PARA O TRANSPORTE DE GÁS NATURAL

- TAXA DE RETORNO PARA O CONCURSO ABERTO -

Após recebimento do Ofício SCG nº 134, de 28 de agosto de 2001, a TBG apresentou à ANP recurso propondo uma alteração da taxa de retorno para o Concurso Aberto determinada pela SCG através da Nota Técnica SCG nº 021/01, anexa ao referido ofício.

Resumidamente, o pedido de reconsideração feito pela TBG sugere um aumento da taxa de retorno em termos reais de 13,8% para 14,4% e baseia-se em 2 argumentos:

- a) Considerar um prêmio de 1% adicional ao Risco Brasil na estimativa do custo da dívida, resultando em 15,75%;
- b) Estimar o custo do capital próprio em 23%, com base na metodologia de análise comparada do retorno do projeto utilizada pela NERA¹.

No que se segue são feitos comentários em resposta a estes argumentos.

¹ National Economic Research Associates, "International Comparasion of Utilities, Regulated Post Tax Rates of Returns in: North America, The UK, and Australia", march 2001.

1. Custo da Dívida

Na Nota Técnica SCG nº 021/01, o custo da dívida do transportador foi estimado utilizando como aproximação “o risco soberano ou custo de endividamento do Governo Brasileiro, que é a taxa livre de risco mais o risco país”. Nesta ocasião, foi dito que “considera-se injustificada a proposta feita pela TBG de adicionar um prêmio de risco de 1%”.

Isto definido, restou determinar qual seria o período de tempo utilizado para medir as taxas livre de risco e o risco país. Sobre isso, conforme pode-se observar no extrato do documento a seguir,

“sobre o dilema de considerar taxas de juros do momento ou taxas médias históricas de longo prazo para o cálculo da taxa livre de risco e o risco Brasil, a princípio será realizada a análise de ambas alternativas”

foram feitos cálculos utilizando taxas médias históricas e taxas do momento. Como resultado, chegou-se a dois valores para estimar o custo da dívida: 13,28% e 14,75%.

Apesar da seguinte afirmativa contida na Nota:

“(...) acredita-se que as taxas médias históricas são mais representativas da taxa de juros média esperada em períodos de longo prazo como 20 anos, tal qual o horizonte de tempo dos investimentos em transporte de gás natural. Esta abordagem evita considerar valores pontuais que podem estar influenciados por uma grande volatilidade de curto prazo.”

a SCG optou por considerar o valor mais alto, de 14,75%, adotando “uma posição conservadora diante das alternativas existentes”.

Ressalta-se que ao aplicar o prêmio de 1%, defendido pela TBG, adicional à taxa de 13,28%, que acredita-se ser mais representativa por considerar uma média histórica das taxas de juros, chega-se a um valor para o custo de dívida igual a 14,28%.

Isto posto, a SCG propõe que seja mantido o valor de 14,75% para o custo da dívida, determinado através da Nota nº 21/01.

2. Custo do Capital Próprio

Na proposta anterior ao recurso, a TBG utilizou duas metodologias para estimar o custo de capital próprio:

- a) A mesma metodologia utilizada pelo Banco Mundial para determinar o retorno dos acionistas previsto para o projeto original – taxa de retorno do acionista regulada em mercados maduros adicionada do risco Brasil – que, aplicando taxas de juros do momento, resulta em 22,6%.
- b) O modelo CAPM adaptado para países emergentes, que resulta em uma taxa de 25,2%.

A segunda alternativa foi considerada mais adequada pela TBG, que propôs à SCG a utilização de um valor de 25,2% para o custo do capital próprio.

Em resposta, a SCG analisou o modelo CAPM adaptado utilizado pela TBG introduzindo algumas correções e alterando algumas premissas. Destacam-se:

- consideração de uma estrutura de capital igual a 60% dívida e 40% capital próprio, respeitando as melhores práticas da indústria;
- associado a este ponto, foi considerada a possibilidade de utilização do Pagamento Antecipado para permitir a otimização da estrutura de capital para financiar o investimento em expansão;
- não utilização do fator multiplicador de 1,53 no beta alavancado do transportador, por não ter sido apresentada pela TBG nenhuma justificativa consistente para sua aplicação.

Como resultado da aplicação do modelo CAPM adaptado corrigido pela SCG, chegou-se às seguintes taxas para o custo de capital próprio: 19,0% e 20,5%. Estes valores diferem entre si por causa da utilização de taxas de juros médias históricas ou do momento.

Adicionalmente, a SCG não descartou a abordagem do Banco Mundial. Dependendo também do período de tempo considerado para medir as taxas de juros, foram calculadas as seguintes taxas: 20,5% e 22,6%.

Mais uma vez, adotando *“uma posição conservadora diante das alternativas existentes”*, a SCG optou por considerar o maior valor das 4 alternativas existentes, igual a 22,6%.

O recurso apresentado pela TBG utiliza uma outra abordagem para estimar o custo de capital próprio. Com base na comparação do retorno regulado do projeto em jurisdições diferentes desenvolvida pela NERA², estima-se qual seria o retorno adequado do investimento na expansão da TBG, considerando o risco Brasil. Em seguida, calcula-se qual seria o custo do capital próprio necessário para proporcionar este retorno do projeto. Como resultado, chega-se à taxa de 23%.

Analisando as 3 abordagens alternativas, a SCG acredita que o modelo CAPM adaptado é o que apresenta os melhores fundamentos teóricos. O modelo Banco Mundial é mais simples e objetivo, já tendo sido aplicado na prática na estruturação financeira do projeto original do Gasbol. O modelo de comparação de retornos regulados dos projetos, por sua vez, apresenta fundamentos teóricos menos consistentes e é menos transparente que o modelo CAPM adaptado.

Em teoria, a SCG acredita que seria mais correto utilizar o modelo CAPM adaptado e uma média histórica das taxas de juros, que resultaria em uma taxa de retorno para o acionista igual a 19,0%. Entretanto, sendo mais conservador e considerando o objetivo de sinalizar a favor de novos investimentos em infra-estrutura a SCG propôs utilizar o modelo Banco Mundial e considerar taxas de juros do momento, resultando na taxa de 22,6%.

² Neste estudo a comparação é feita desconsiderando os efeitos de tributação no custo médio ponderado do capital, utilizando o denominado *vanilla post tax rate of return*:

$Vanilla = D * Kd + E * Ke$, onde:

D: nível de alavancagem; E: capital próprio; Kd: custo da dívida; Ke: custo do capital próprio.

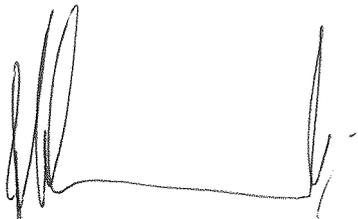
Isto posto, a SCG propõe que a solicitação feita TBG no recurso apresentado a esta Agência de estabelecer o custo do capital próprio igual a 23% não seja acolhida, mantendo o valor proposto na Nota Técnica SCG n° 021, de 22,6%.

491
2/05

3. Conclusão

Com base nos argumentos apresentados nesta Nota, a SCG propõe à Diretoria Colegiada da ANP que o recurso interposto pela TBG – considerando o custo da dívida igual a 15,75%, o custo do capital próprio igual a 23% e a taxa de retorno do projeto igual a 14,4% em termos reais – não seja acolhido.

Isto posto, a SCG é favorável à aplicação de 14,75% para o custo da dívida e de 22,6% para o custo do capital próprio, o que resulta em uma taxa de retorno do projeto igual a 13,8% em termos reais, conforme estabelecido na Nota Técnica SCG n° 21/01.



José Cesário Cecchi

Superintendente de Comercialização e
Movimentação de Gás Natural



Eduardo de Brito Pereira Tinoco

Superintendente Adjunto de Comercialização e
Movimentação de Gás Natural