

Relatório Fase 0

SABESP

Julho-2023

Índice

1	Introdução.....	5
2	Benefícios da privatização	8
2.1	Tendências Globais e Locais do Saneamento Básico	8
2.2	A Sabesp e os Objetivos do Governo.....	18
2.3	Plano de Investimentos Sabesp	19
2.4	Plano de Investimento Ampliado e a Desestatização	21
2.5	Experiência internacional	24
2.5.1	Experiência Francesa.....	25
2.5.2	Experiência Inglesa	27
2.5.3	Experiência Argentina	29
2.5.4	Experiência Alemã	32
2.5.5	Lições aprendidas	33
2.6	Resumo Benefícios	35
3	Modelos de venda	38
3.1	Estruturas e Principais Regras	39
3.1.1	Follow-on	39
3.1.2	Estrutura Acionária Follow-on	40
3.1.3	Fluxograma Oferta	40
3.1.4	Principais documentos para a realização do Follow-on	42
3.1.5	Modelo Follow-on – Regras da SEC	42
3.1.6	Considerações de Mercado sobre o <i>Follow-On</i>	43
3.1.7	M&A	44
3.1.8	Estrutura Acionária M&A	45
3.1.9	Fluxograma do M&A.....	45
3.1.10	Oferta Pública de Aquisição (OPA) na CVM.....	46
3.1.11	Oferta Pública de Aquisição (OPA) na CVM.....	47
3.1.12	Oferta Pública de Aquisição (OPA) de Fechamento de Capital na CVM	47
3.1.13	Oferta Pública de Aquisição (OPA) na SEC	48
3.1.14	Regras Especiais de Cancelamento de Registro para Emissores Privados Estrangeiros – Regra 12h-6.....	49
3.1.15	Considerações de Mercado sobre o Modelo de M&A.....	49
3.1.16	Fluxo de Capital	50
3.2	Regras de Governança	51
3.2.1	Golden Shares	51
3.2.2	Limitação de voto nas ações de emissão da SABESP	52
3.2.3	Poison Pills.....	53
3.2.4	Restruturação das Dívidas	54
3.2.5	Matriz Comparativa	55
3.3	Conclusão e Recomendação	55
4	Regulação	61

4.1	Introdução	61
4.2	Modelos Regulatórios no Brasil e no Mundo	61
4.3	Regulação Arsesp.....	63
4.4	Considerações sobre o modelo discricionário atual da Sabesp e o Contratual.....	67
4.5	Conclusão.....	68
5	Conclusão.....	71



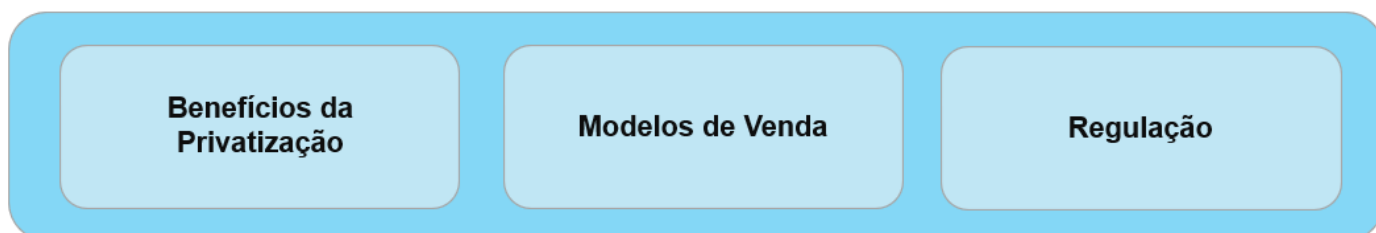
1

INTRODUÇÃO

1 INTRODUÇÃO

O presente relatório tem como objetivo apresentar a análise feita durante a Fase 0 do Projeto de desestatização da Sabesp e a recomendação dos procedimentos a serem seguidos, conforme descrito no Plano de Trabalho previamente entregue.

Durante a Fase 0 a IFC e as Frentes de Trabalho Estratégica e Jurídica se debruçaram sobre os temas abaixo expostos para recomendar ao GESP transação que atenda aos objetivos definidos pelo governo. Os Capítulos abaixo apresentados passam por cada um desses temas.



Primeiramente no Capítulo 2, antes de qualquer recomendação, busca-se entender os benefícios da privatização e suas implicações para a população atendida e seus respectivos municípios, ou seja, o objetivo é comprovar a vantajosidade da desestatização da empresa vis à vis mantê-la como estatal. Para tanto, realiza-se uma análise do setor, da Sabesp, do plano de investimento atual e do Plano de investimentos proposto para a transação. Esta análise evidencia os benefícios por região e as alternativas para atendimento dos objetivos do GESP, seja no atingimento da universalização dos serviços de água e esgoto nos municípios por completo, considerando áreas rurais e irregulares, seja na redução tarifária aos consumidores finais.

Uma vez constatados os benefícios da privatização, efetua-se a análise dos principais elementos que caracterizarão a transação: (i) Modelos de Venda, (ii) Regulação Tarifária e (iii) Modelos de Adesão (governança) Municipal. Cada um desses pontos possui alternativas de implementação que podem interferir no resultado final e valor da transação. Assim, a IFC, junto com as Frentes de Trabalho Estratégica e Jurídica, fará recomendações para os Modelos de Venda e de Adesão Municipal neste relatório e uma análise preliminar da Regulação que será aprofundada na Fase 1 pela Frente Regulatória.

Em termos de Modelos de Venda, a discussão principal recai sobre os dois modelos possíveis de venda: (i) o Follow-on, oferta a mercado assim como feito pela Eletrobrás ou (ii) M&A, modelo de alienação de bloco acionário do GESP por meio de edital assim como feito pela Corsan; ou ainda um híbrido das duas alternativas. Esses modelos possuem desdobramentos em caso de venda parcial ou integral das ações, conforme analisado no Capítulo 3. Por fim, analisa-se também as possíveis implicações e normas de governança pertinentes a cada modelo, como Poison Pills e Golden Shares.

Após a análise dos Modelos de Venda, o Capítulo 4 introduz a análise sobre os possíveis modelos regulatórios das tarifas dos serviços operados pela Sabesp. Analisa-se, de maneira preliminar, o atual modelo discricionário aplicado pela Arsesp e casos de modelos de regulação contratual. A fim de auxiliar esta discussão, as Frentes de Trabalho junto com a IFC fizeram entrevistas com participantes de mercado

com a finalidade de entender pontos de atenção para cada tipo de regulação, para assim orientar as recomendações de aperfeiçoamentos que serão feitas durante a Fase 1.

Por fim, no último capítulo, há a conclusão com o resumo dos benefícios da privatização e a devida recomendação da IFC junto com as Frentes de Trabalho participantes da Fase 0 para o Modelo de Venda a ser seguido, caso o GESP entenda que os benefícios da privatização justifiquem a Transação.

A Fase 0 termina e conseqüentemente inicia-se a Fase 1 com o processo de tomada de decisão do GESP sobre qual modelo seguir. Uma vez tomada a decisão, a Fase 1 de estruturação da operação será iniciada.

Na fase 1, com base nas análises da Fase 0, será feita a estruturação da Operação com (i) a confecção dos devidos documentos legais e financeiros, (ii) as Due Diligences Financeiras, Jurídica e Socioambiental, (iii) a análise aprofundada dos modelos regulatórios, (iii) a precificação da operação; e (iv) o passa a passo para a implementação da operação.



2

BENEFÍCIOS DA PRIVATIZAÇÃO

2 BENEFÍCIOS DA PRIVATIZAÇÃO

2.1 Tendências Globais e Locais do Saneamento Básico

Em estudo desenvolvido pela Frente Estratégica, foram identificadas tendências globais e locais para o setor de saneamento (Figura 1 a seguir). Essas tendências terão consequências na Sabesp e no setor nos próximos anos. Conforme será visto ao longo deste capítulo, a Sabesp privada conseguirá aproveitar melhor as novas tendências para o setor e assim aprimorar de maneira mais eficiente o saneamento no Estado de São Paulo.

Figura 1 – Tendências para o Setor de Saneamento



Fonte: BCG

Mudanças climáticas, crescimento da população e perdas colocam em risco o equilíbrio de oferta e demanda em água. Cerca de 74% dos desastres naturais entre 2001 e 2018 estavam relacionados à água, incluindo secas e enchentes¹, mais de um quinto das bacias mundiais estão sofrendo inundações ou quedas rápidas em águas de superfície², o que indica a secagem de lagos. Esses fatores colocam incertezas sobre a oferta, posto que mudanças climáticas geram este risco hídrico.

A demanda crescente devido ao crescimento populacional que atingirá 9,6 bilhões de habitantes até 2050, dos quais 60% estarão em áreas urbanas até 2030³, colocará mais estresse sobre a infraestrutura de água. Por volta de 5.4 bilhões de consumidores se juntarão a classe média até 2030, a maioria na Índia e na China, impulsionando maior demanda por água, mas também exigindo mais qualidade da água. Estima-se, que sem melhorias, a demanda global de água ultrapassará a oferta sustentável de água doce em 40% em 2030⁴.

Não bastassem as pressões na oferta e demanda, há também, principalmente em países emergentes, a presença de infraestrutura envelhecida, que resulta em ineficiências no uso de recursos cada vez mais escassos. O abastecimento de água mundial perde mais de 14 bilhões de dólares todos os anos devido a

¹ <https://www.unwater.org/publications/un-world-water-development-report-2020>

² <https://www.unwater.org/water-facts/water-scarcity>

³ <https://www.brookings.edu/articles/growth-and-inequality-to-celebrate-or-not-to-celebrate-that-is-the-question/>

⁴ <https://www.unwater.org/publications/un-world-water-development-report-2020>

perdas de água⁵. A principal causa é o envelhecimento da infraestrutura. Problemas de abastecimento geram interrupções no serviço de água, que por sua vez causaram 50 bilhões de dólares em perdas para 11 setores mais dependentes de água em 2019⁶.

A escassez de água afeta cerca de 70% da população mundial⁷, a Índia e países africanos são especialmente atingidos, mas a escassez de água também afeta países desenvolvidos como a América do Norte. Dados mostram que 4 bilhões de pessoas já experimentam escassez de água grave por pelo menos um mês por ano e cerca de 700 milhões de pessoas poderiam ser deslocadas pela escassez de água intensa até 2030. Estima-se que 107 países não estão no caminho certo para gerenciar recursos hídricos de forma sustentável até 2030⁸.

O problema no setor, em alguns países, vai além da escassez de água e permeia a qualidade desta. Uma água sem o devido tratamento é um risco a saúde. Globalmente, 80% das águas residuais não são tratadas, incluindo a maioria das águas residuais em mercados emergentes⁷, levando a riscos graves de saúde e ambientais. Esse indicador é preocupante na medida que estima-se que o saneamento e a higiene têm o potencial de prevenir pelo menos 9% das doenças e 6% das mortes globais⁹. O problema da qualidade da água não se limita a países em desenvolvimento. Nos Estados Unidos, por exemplo, a cidade de Flint teve problemas de água potável tratada inadequadamente o que ocasionou elevado nível de chumbo na água, considerado tóxico¹⁰.

Outra tendência global que a Sabesp terá que enfrentar nos próximos anos são as práticas sustentáveis ESG no ambiente de negócios, que permitem uma série de vantagens se aplicadas de acordo com padrões internacionais. Dentre benefícios de empresas líderes em ESG tem-se: (i) aumento de vendas e retenção de talentos; (ii) expansão de mercado e novos negócios; (iii) maior lucratividade das operações; (iv) menor risco regulatório; (v) menor custo de capital, melhor acesso a fundos; (vi) influência sobre tomada de decisões dos investidores; e (vii) *valuation* de mercado mais alto.

Por estar intrinsicamente ligado a práticas sustentáveis e socioambientais, o saneamento tornou-se nos últimos anos atraente para fins de investimentos e retorno, conforme descrito por um executivo do setor a entrevista da The New York Times, investidores procuram o setor para diluir a exposição a recursos naturais, buscar oportunidades em infraestrutura e investir em meio-ambiente e impacto social. Este interesse é evidenciado no crescente número de transações presentes desde 2017 no setor (Figura 2 a seguir):

⁵ <https://blog.dhigroup.com/how-to-deal-with-aging-infrastructure-and-non-revenue-water/>

⁶ https://www.uswateralliance.org/sites/uswateralliance.org/files/publications/The%20Economic%20Benefits%20of%20Investing%20in%20Water%20Infrastructure_final.pdf

⁷ <https://www.unicef.org/wash/water-scarcity>
<https://www.unicef.org/stories/water-and-climate-change-10-things-you-should-know>

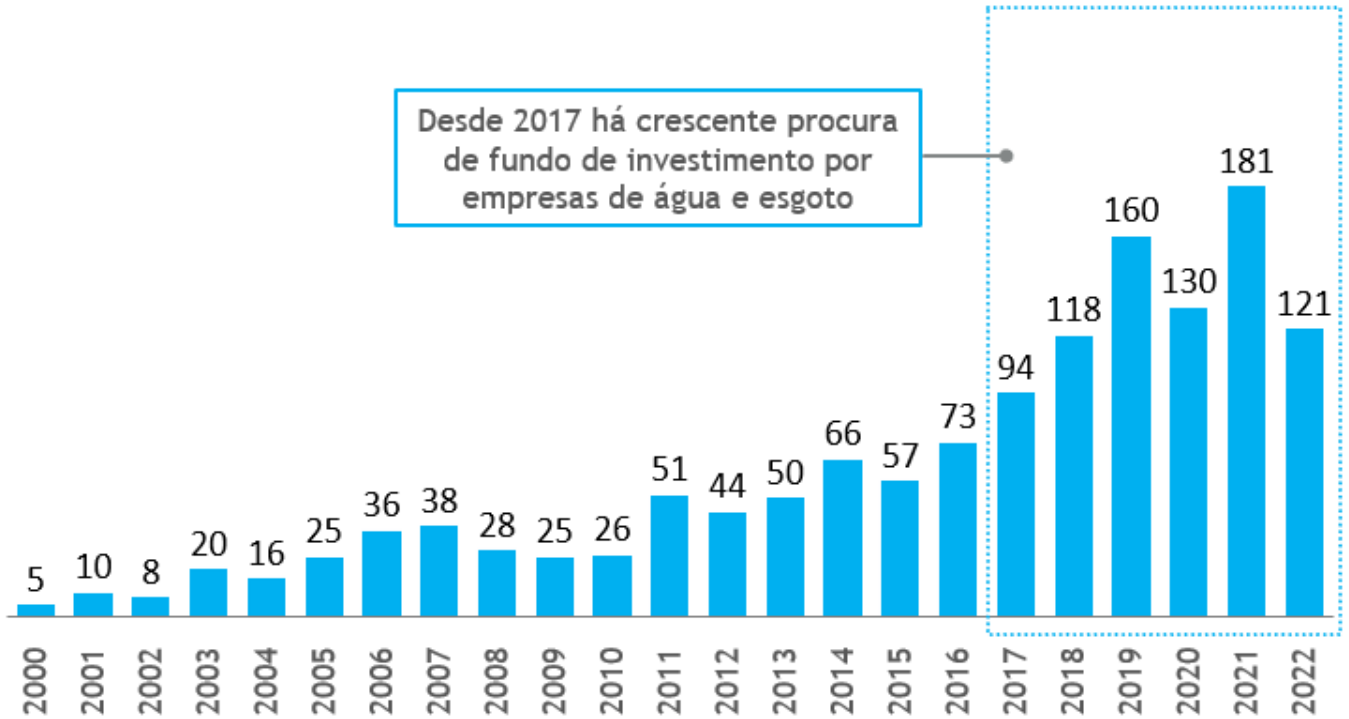
⁸ https://www.unwater.org/sites/default/files/app/uploads/2021/07/SDG-6-Summary-Progress-Update-2021_Version-July-2021.pdf

⁹ <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2020/03/19/wastewater-a-resource-that-can-pay-dividends-for-people-the-environment-and-economies-says-world-bank>

¹⁰ https://www.cdc.gov/healthywater/global/wash_statistics.html

Figura 2 – Deals de M&A no Setor de Saneamento

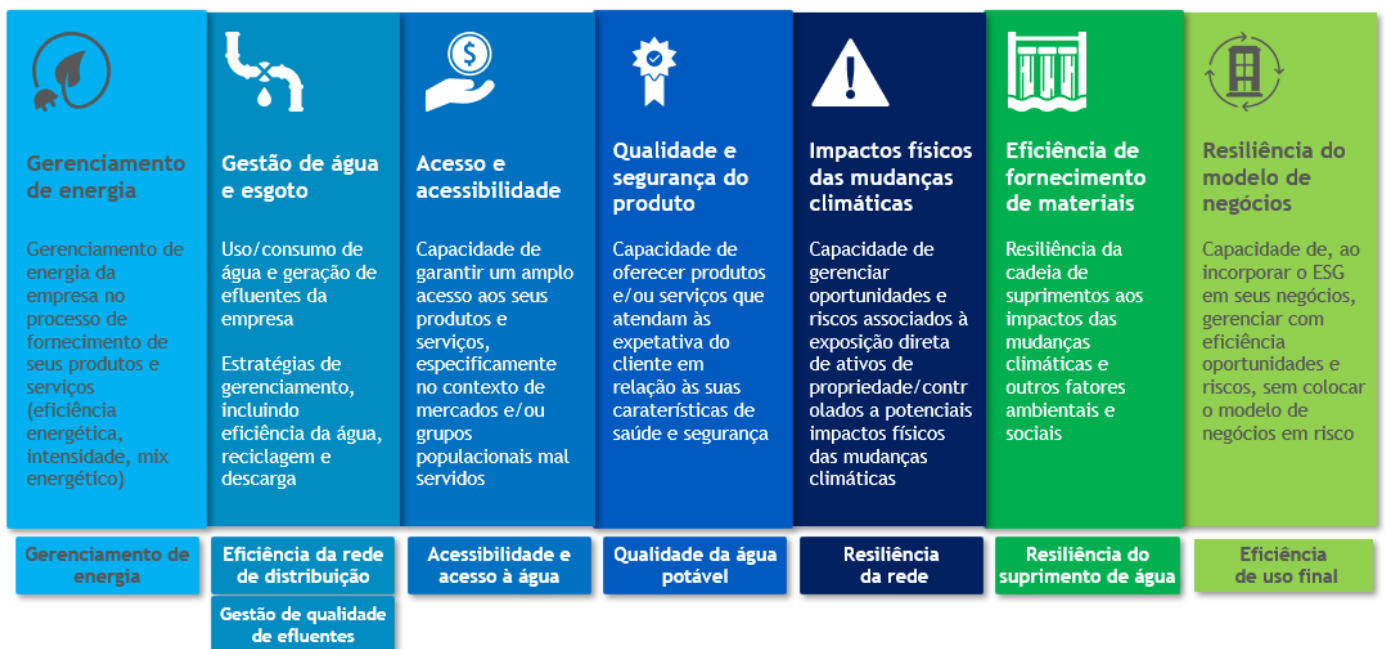
Deals de M&A no setor de água e esgoto realizados por fundos de investimento



Fonte: BCG

Em termos de Saneamento, 7 frentes maximizam o impacto ESG em uma empresa como a Sabesp (Figura 3 a seguir):

Figura 3 – Impacto ESG



Fonte: BCG

Por fim, outra tendência mundial que poderá ser aproveitada por uma Sabesp desestatizada são as diferentes tecnologias para melhorar a eficiência e qualidade no serviço de saneamento. Na Figura 4 a seguir resumem-se algumas dessas tecnologias que a Sabesp desestatizada, sem processos licitatórios de uma empresa estatal, poderia garantir a implementação e assim obter maior eficiência.

Figura 4 - Tecnologia no Setor de Saneamento



Fonte: BCG

No Brasil, as principais tendências são o Novo Marco Regulatório do Setor, a Atratividade em termos de projetos e o aumento da competição (Figura 5 a seguir).

Figura 5 – Tendências Locais

Principais tendências locais

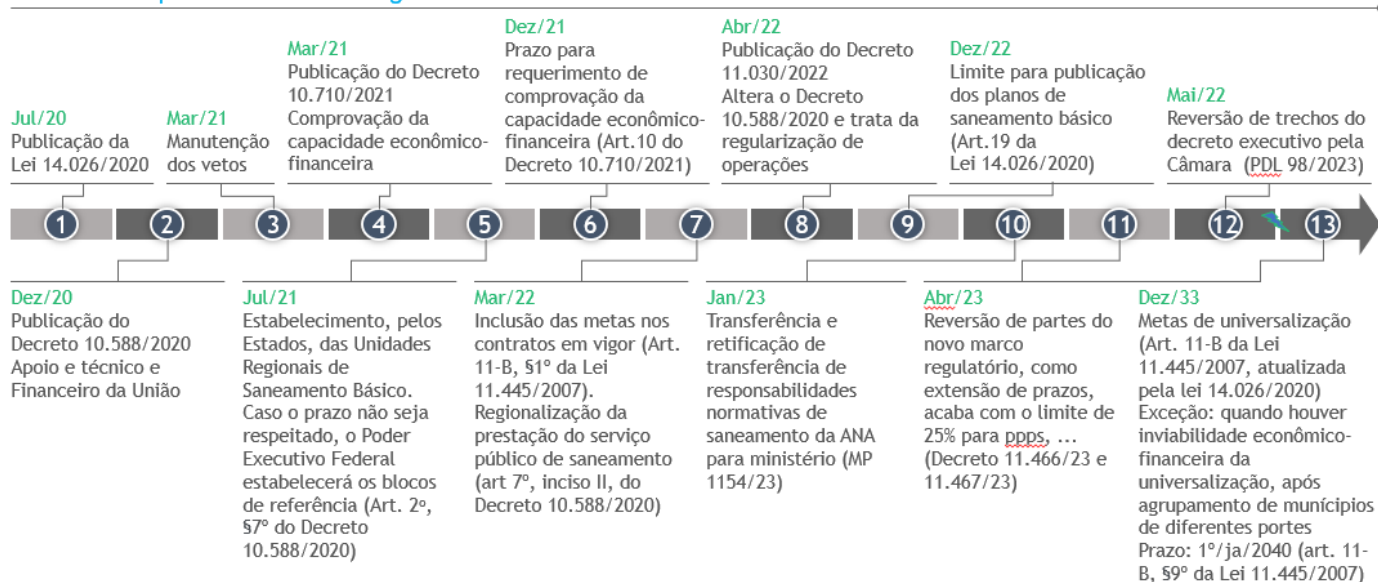


Fonte: BCG

Mesmo com a troca de governo em 2023 o Novo Marco Regulatório de 2020 continua resiliente. Na Figura 6 a seguir, pode-se ver eventos importantes relacionados a este.

Figura 6 – Histórico Recente do Setor de Saneamento no Brasil

Linha do tempo do novo marco legal do saneamento



Fonte: BCG

O Novo Marco teve como principais efeitos trazer competitividade e universalizar o saneamento. Criou obrigação de universalização nos novos contratos, comprovação da capacidade econômico-financeira de operadores, com limitação de financiamento se irregular, prazos para realizar investimentos e limitações de dividendos caso não se cumpra essas metas.

O Novo marco também acabou com os contratos de programa, maneira em que empresas estaduais firmavam junto com os Poderes Executivos Estaduais e Municipais contratos para a prestação de serviços de saneamento sem o prévio processo competitivo e de transparência de uma licitação. Empresas estatais ou não, deverão concorrer igualmente nos procedimentos licitatórios dos municípios, aumentando assim a competitividade e eficiência. Com isso, a Sabesp, enquanto estatal, não terá mais a vantagem competitiva de assinar contratos de programa sem procedimentos licitatórios.

Com intuito de garantir o Saneamento para todos os municípios, inclusive os mais desafiadores economicamente, o Novo Marco criou formas de regionalização para melhorar os serviços com ganhos de escalas e deixá-los mais atrativos para o prestador de serviço, alinhando assim interesses para a universalização de todos municípios. Diversos estados instituíram estruturas de regionalização para fins de prestação do serviço de saneamento, conforme Figura 7 abaixo e como será visto no Capítulo 5.

Figura 7 – Estruturas de Regionalização



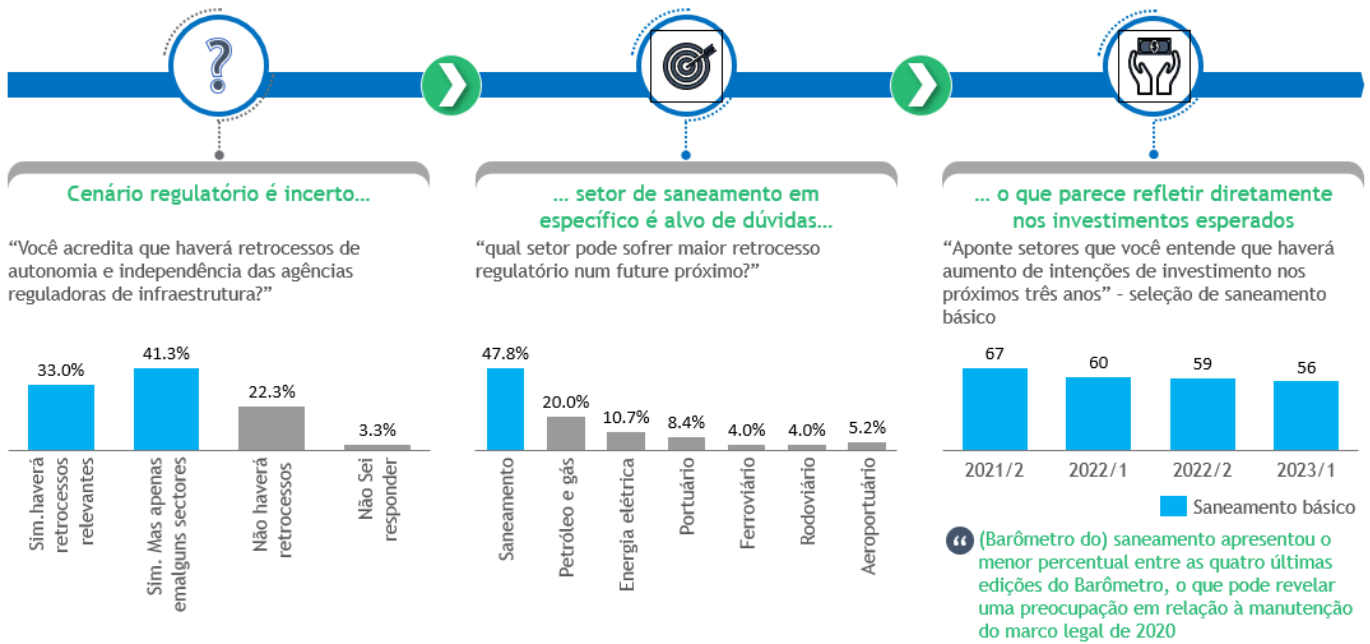
1. Distrito Federal é a única unidade federativa titular dos serviços públicos de saneamento básico, assim como os municípios
 Fonte: ABCON; Assembleia Legislativa do Estado de Santa Catarina

Fonte: BCG

Por fim, o Novo Marco busca uma paulatina centralização da regulação via a agência nacional. A ANA deu início a padronização das normas do setor com restrições de financiamento caso essas normas não sejam cumpridas. O setor tende a ter maior transparência e padronização com o tempo o que reduz incertezas jurídicas. Este cronograma regulatório está sendo cumprido, porém com atrasos.

Por mais que o Novo Marco esteja evoluindo, algumas discussões recentes trazem incertezas sobre futuro do Marco. Como visto no barômetro EY da infraestrutura no Brasil, participantes do mercado acreditam que haverá retrocessos na autonomia e independência das agências reguladoras e que o setor de saneamento pode ser um dos mais influenciados por essas mudanças, o que acaba por interferir na expectativa de investimentos para o setor nos últimos anos (Figura 8 a seguir).

Figura 8 – Expectativa de Mercado



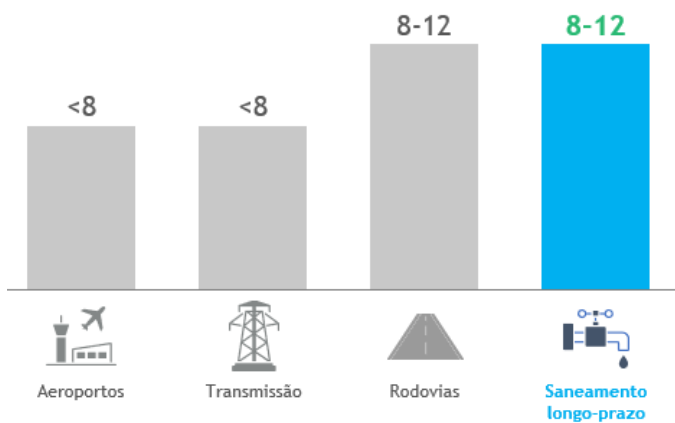
Fonte: Barômetro EY da infraestrutura no Brasil, 9ª edição (2023)

Fonte: BCG

Apesar das adversidades acima mencionadas, na perspectiva do retorno para o investidor, o mercado brasileiro de saneamento continua atrativo conforme Figura 9 abaixo:

Figura 9 – Retorno de Setores

TIR real desalavancada (% a.a.)

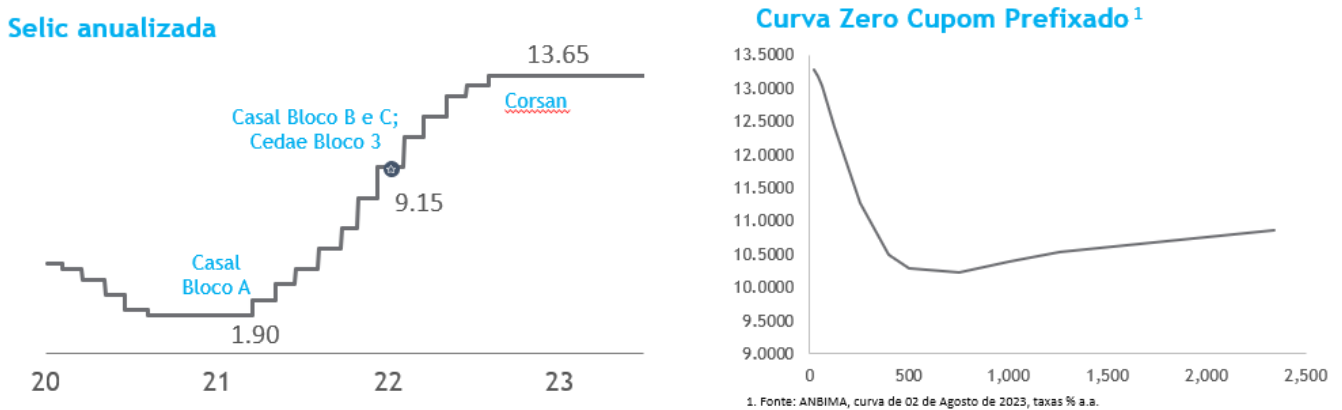


Fonte: BCG

O Saneamento é um setor atrativo dentro do mercado de infraestrutura quando comparado em termos de TIR real desalavancada em relação a outros setores, como mostra a Figura 9 a esquerda. Novos leilões têm mostrado apetite dos investidores com concessões atrativas de TIR alavancada maior do que 15%. Em entrevistas com agentes de mercado realizadas pelas Frentes de Trabalho deste projeto constatou-se interesse de diversos tipos de investidores, conforme será visto no Capítulo 3.

É importante lembrar que as taxas de retorno no saneamento estão diretamente ligadas a taxas de juros da economia. Com o aumento da Selic, essas taxas aumentaram nos últimos leilões, contudo, há tendência de diminuição, uma vez que os juros futuros apresentam redução quando comparados com os patamares atuais, o que pode atrair mais interessados na transação Sabesp (Figura 10 a seguir).

Figura 10 – Taxa Selic e TIR



Novo cenário tem maior restrição de capital e exige maior prudência pelos investidores

Fonte: BCG

O arcabouço gerado pelo Novo Marco exposto acima ajudou a melhorar a competição no setor, de maneira que hoje há empresas de três grandes tipos, conforme Figura 11 abaixo:

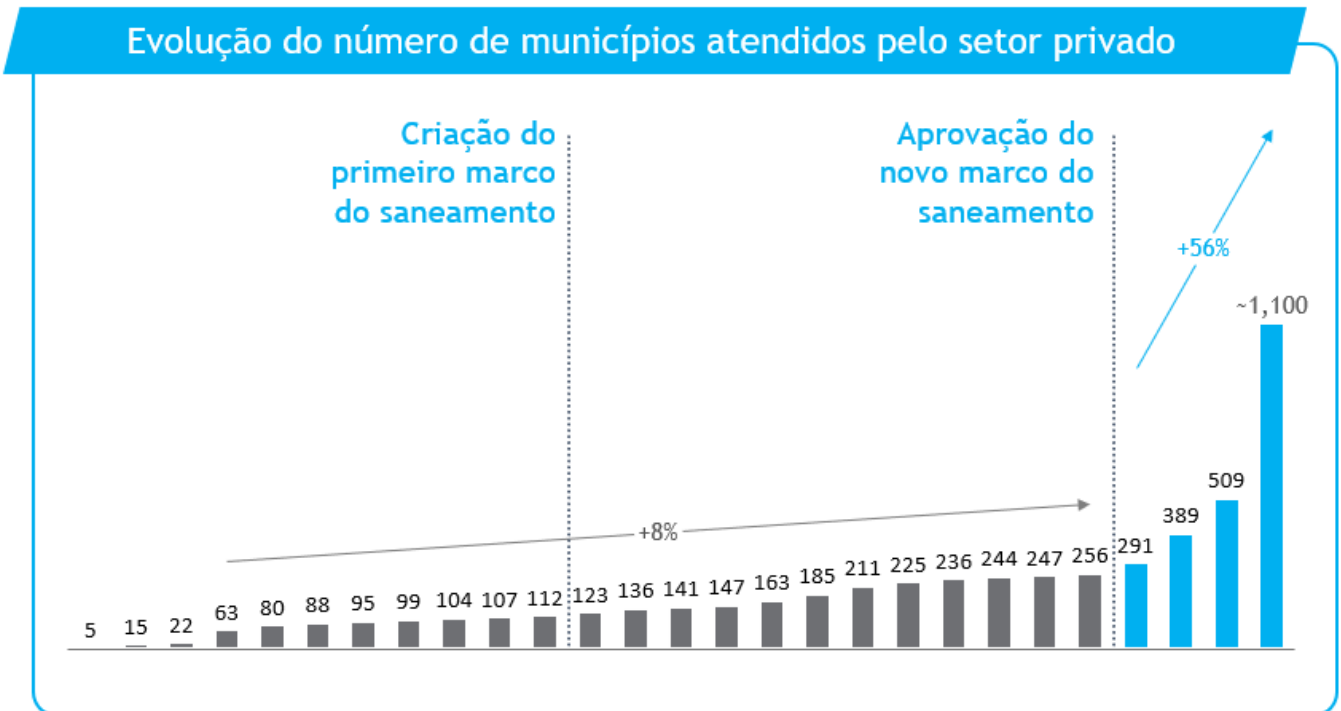
Figura 11 – Tipos de Empresas



Fonte: BCG

As companhias privadas têm se fortalecido nos últimos anos para fazer frente as empresas públicas nas concorrências licitatórias (Figura 12). A eficiência operacional dessas empresas, conforme será visto mais adiante, permite ofertas mais competitivas nos leilões, resultando numa maior participação destas nos últimos anos. A Sabesp, enquanto empresa pública, terá que concorrer com as privadas no futuro por novas concessões, o que pode trazer dificuldades, uma vez que sua estrutura de custos e capacidade de investimentos possui amarras típicas de empresas públicas.

Figura 12 – Evolução do Setor Privado



Fonte: BCG

Desde 2020, somente um leilão foi vencido por um player estatal, sendo que a tendência é de ver players internacionais se unindo com nacionais menores e players nacionais se expandindo (Figura 13).

Figura 13 – Concorrência nos Últimos Leilões

	Corsan (esgoto)	Casal Bl. A	Cariacica	Sanesul	Cedae Bl. 1	Cedae Bl. 2	Cedae Bl. 4	Caesa	Cedae - Bl. 3 (2º leilão)	Casal Bl. B	Casal Bl. C	Cagece	Corsan (venda)	Olimpia
Estado	RS	AL	ES	MS	RJ			AP	RJ	AL	AL	CE	RS	SP
População	452 k	857 k	143 k	655 k	2.8 M	1.2 M	7.0 M	800 k	2,6M	561 k	410 k	4,2 M	+6 M	56 k
Data	Nov/2019	Set/2020	Out/2020	Out/2020	Abr/2021	Abr/2021	Abr/2021	Set/2021	Dez/2021	Dez/2021	Dez/2021	Set/2022	Dez/2022	Mai/2023
1º lugar	aegea	BRK Ambiental	aegea	aegea	aegea	aegea	aegea	emontarinal	Agência Brasil	Conasa	Conasa	aegea	aegea	6
2º lugar	Aterpa	AGUA	AGUA	AGUA	AGUA	AGUA	AGUA	CYMI	aegea	AVIVA	GS Inima	AGUA		Proponente 2
3º lugar	BRK Ambiental	emontarinal	RIOVIVO	AGUA	emontarinal	emontarinal	BRK	aegea		aegea	aegea	GS Inima		Proponente 3
4º lugar		aegea	Conasa	VZ	Avançar BR	PERFIN								
5º lugar		Agência Brasil	AGUA					Conasa						
6º lugar		AVIVA	emontarinal											
7º lugar		Conasa	SEITA	CSA	Complet	ETIO								

Players estratégicos internacionais entraram no mercado em 2021, em consórcios com players estratégicos brasileiros menores

Leilão de Olímpia não foi promovido por BNDES e foi único ganho por empresa pública desde o início do marco

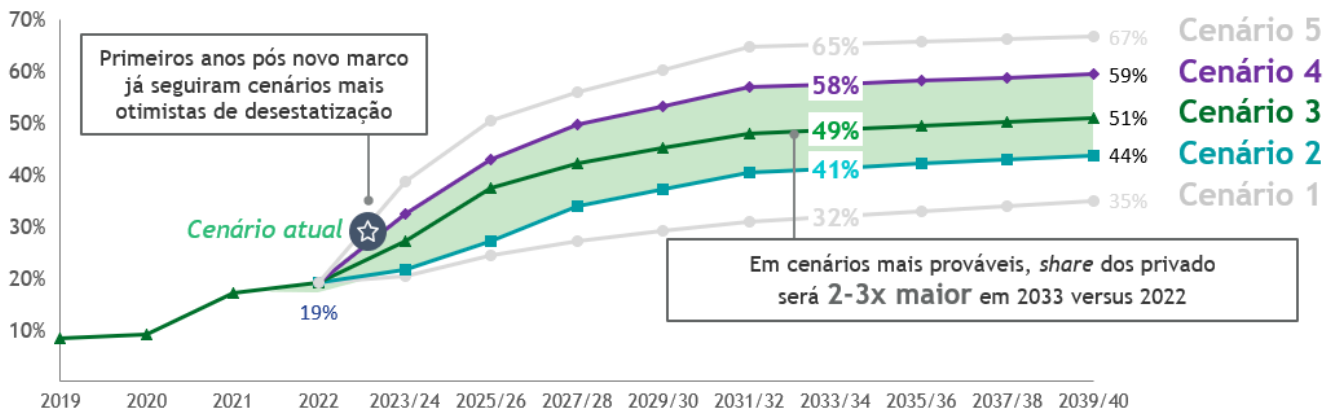
Fonte: BCG

A BCG, usando os dados do SNIS 2021 e estimativas de que privado ganharia todas as futuras concessões, projetou a evolução do Market share do setor privado no Brasil até 2033 em termos de população atendida. Em suas projeções obteve cenários de que o share do privado seria de 2 a 3 vezes maior em 2033 quando comparado com 2022. Os cinco cenários possíveis na Figura 14 abaixo refletem o efeito do Marco Legal no setor no que diz respeito a penetração e regras relacionadas a participação do privado.

Figura 14 – Market Share no Setor de Saneamento

Evolução do market share do setor privado no Brasil até 2033

Market share em população urbana atendida (0,5*água + 0,5*esgoto)



1. Usando dados SNIS 2021 e estimativas
Nota: assume-se que players privados ganharão todas concessões
Fonte: SNIS (dados até 2021)

Fonte: BCG

O setor privado apresenta 3 estratégias principais de crescimento que podem ser executadas caso a Sabesp passe por um processo de desestatização: (i) alavancagem via associação, (ii) diversificação das operações e (iii) excelência operacional e digital.

A primeira estratégia envolve reforçar a estrutura de capital através de associações estratégicas que viabilizam a expansão do core. Como exemplo, tem-se os casos da Águas do Brasil com a Vinci, da Aegea com Itaúsa e Iguá com IG Capital. A Sabesp tem a possibilidade de, através de uma emissão primária, obter recursos para apoiar seu crescimento. Fundos de investimentos já apresentam forte presença no setor privado como indicado na Figura 16 abaixo. Além dos fundos abaixo expostos, existem outros interessados que já investem em saneamento ou infraestrutura e poderiam se interessar na desestatização, como a CPP Investments, a Macquarie, o Mubadala e o Patria.

É fundamental sublinhar que, nesse contexto, os parceiros financeiros se distinguem pela sua abordagem não especulativa. Eles devem possuir um profundo compromisso com uma visão de longo prazo da companhia, reconhecendo que o retorno esperado dessas operações materializa-se quando a companhia entrega resultados tangíveis e mensuráveis

Figura 15 – Fundos no Setor de Saneamento

A presença de Fundos no setor privado do Saneamento no Brasil



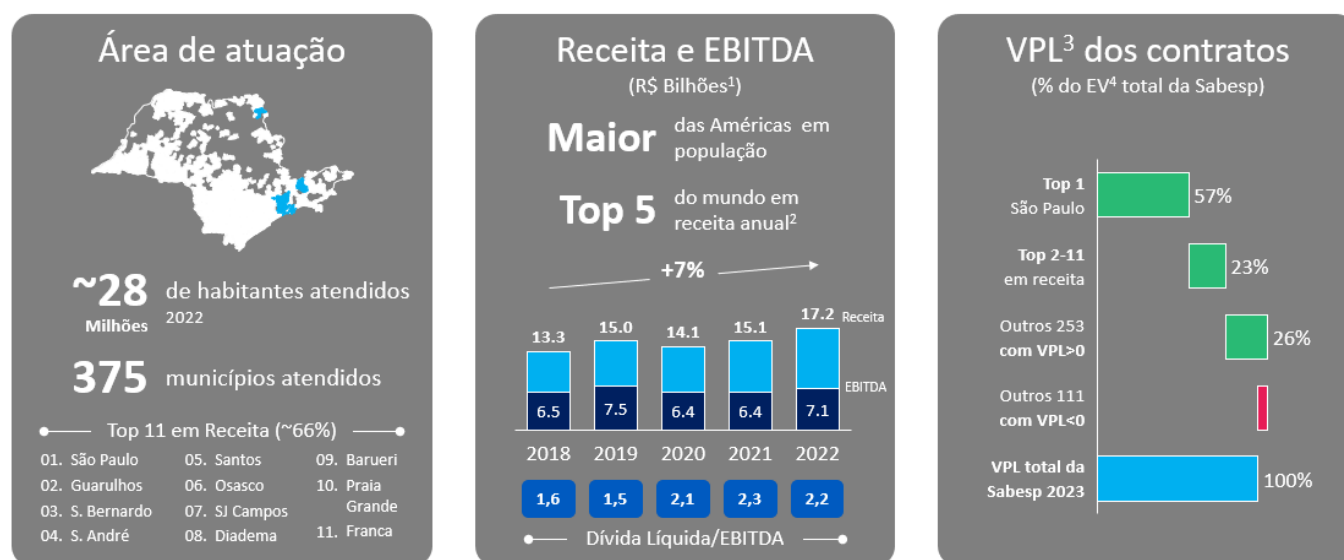
Fonte: BCG

Companhias privadas conseguem diversificar seus negócios de saneamento de maneira regional e eventualmente prestar outros serviços, considerando a experiência da gestão. Como exemplos de diversificação regional tem-se BRK, Aegea e Iguá, e como exemplo de diversificação de serviço tem-se a Aegea e Equatorial. A privatização facilitará a expansão da Sabesp para outras regiões, podendo assim expandir seu padrão de qualidade para todo território nacional.

Companhias privadas, através de um processo de contratação com menos amarras, conseguem implementar excelência digital e transformação para uma empresa de maneira mais rápida do que no setor público. Oportunidade que também poderá ser explorada na Sabesp privada, como feito na Aegea, Equatorial, BRK e Iguá.

2.2 A Sabesp e os Objetivos do Governo

Figura 16 – A Sabesp



1. Excluindo receitas de construção 2. Top 4 em receita total (GWI, 2021): Veolia, Suez, American Water, Beijing Enterprises Water 3. Valor Presente Líquido 4. Enterprise Value
Fonte: GWI; Sabesp; IFC

Fonte: BCG

A Sabesp é uma empresa de economia mista com o Governo de Estado de São Paulo com 50.3% do seu capital social, composto apenas por ações ordinárias. A empresa atende serviços de saneamento em 375 municípios do Estado de São Paulo, o que corresponde a aproximadamente 28 milhões de habitantes – maior empresa das américas em termo de população atendida. A Sabesp possui receita de 17.2 bilhões de reais anuais, o que a coloca entre as 5 maiores empresas do setor no mundo.

Sua receita, contudo, é concentrada na ordem de 66% nos 11 maiores municípios em termo de receitas e, se analisados individualmente em termos de valor presente líquido do contrato, estes municípios representam 80% do VPL da empresa.

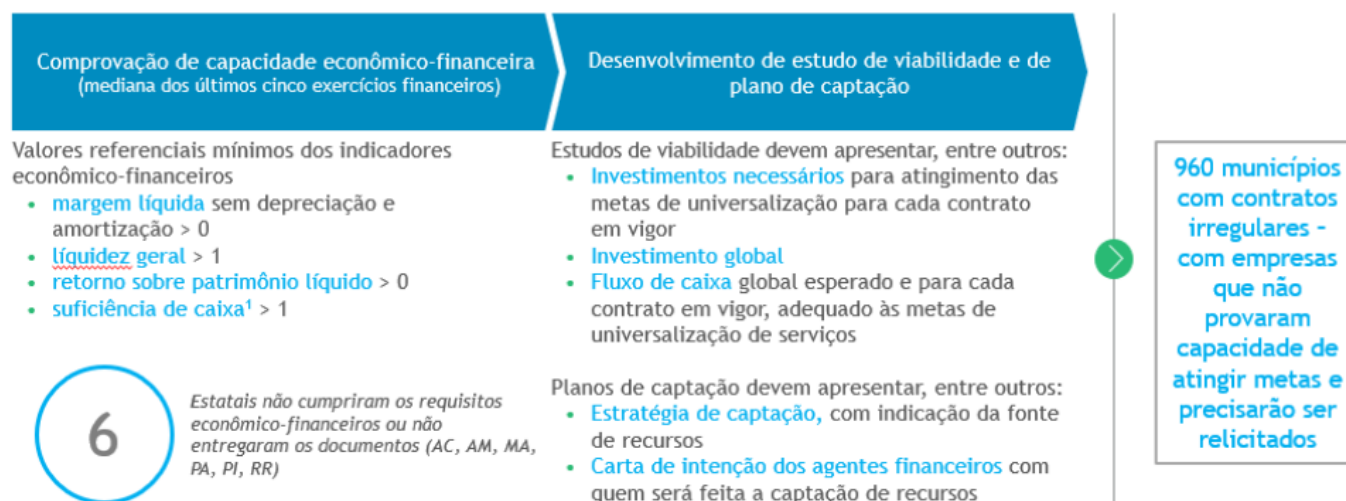
Conforme exposto em entrevistas e em programas de governo, o GESP possui objetivos de universalização do saneamento básico no Estado de São Paulo que vão além das obrigações contratuais da Sabesp. Por mais que a Sabesp possua um robusto plano de investimentos atual, como será visto mais adiante, este plano não é suficiente para alcançar os objetivos do governo de:

- i) universalização dos serviços incluindo áreas urbanas irregulares e áreas rurais, em geral fora dos atuais contratos entre Sabesp e municípios;
- ii) antecipação de investimentos para universalização dos serviços frente ao estabelecido no Novo Marco Regulatório;
- iii) redução dos custos de serviços para usuários finais; e
- iv) geração de recursos para investimentos em políticas públicas correlatas.

2.3 Plano de Investimentos Sabesp

O Novo Marco do Saneamento no Brasil (Lei 14.026/2020) estabeleceu que as Companhias estaduais comprovassem sua capacidade econômico-financeira para cumprir as metas de universalização de 99% da população atendível com abastecimento de água potável e 90% da população atendível com coleta e tratamento de esgoto sanitário, até o ano de 2033. Para tanto, a Sabesp teve que comprovar sua capacidade de realizar investimentos ao longo dos anos para universalizar o saneamento dentro de suas obrigações contratuais com os municípios.

Figura 17 – Metas de Universalização



1. Indicador de suficiência de caixa calculado pela divisão da arrecadação total pelo somatório da despesa de exploração, da despesa de juros, encargos e amortização da dívida e das despesas fiscais;
 Fonte: SNIS 2020; [Abcon Sindcon](#); press clippings

Fonte: BCG

A Sabesp conseguiu comprovar sua capacidade econômica financeira, devidamente atestada pela Arsesp.

O referido estudo foi apresentado pela Sabesp em 2021 e aprovado pela Arsesp em 2022. A atual direção da Companhia aprimorou o plano de investimentos com a finalidade de incluir novos programas essenciais para o saneamento dos municípios. Abaixo, expõe-se o plano da atual diretoria da companhia.

Figura 18 - Plano de Investimentos Atual



Fonte: Sabesp

O atual Plano de Investimentos da Sabesp prevê investimentos na ordem de 56 bilhões de reais até 2033, trazendo melhorias relevantes para todas as regiões do Estado. Estima-se que mais 2 milhões de usuários passarão a ter acesso a água, mais 3 milhões de usuários atuais terão acesso a esgoto coletado e mais 4 milhões de usuário atuais passarão a ter esgoto tratado. Este plano pretende também renovar a infra de rede e ativos para garantir ainda mais a segurança hídrica. São previstos investimentos para todas as regiões do Estado como mostrado na figura abaixo.

Figura 19 – Comparação Planos de Investimentos



Fonte: BCG

O Plano de Investimentos atual da Sabesp, apesar de robusto, não projeta em seu bojo parte dos objetivos do governo em relação ao Saneamento no Estado. O prazo para universalização será cumprido somente no ano de 2033, em linha com o novo marco, enquanto o governo busca antecipar a universalização. Além disso, a obrigação contratual da Sabesp não engloba a totalidade das áreas de muitos municípios. Este fato em especial gera um problema para determinados municípios nos quais as áreas não cobertas pela relação contratual com a Sabesp não são atrativas financeiramente (áreas rurais e irregulares urbanas) e portanto de difícil viabilidade para os municípios alcançarem suas próprias metas de universalização. Desse modo, o plano de investimentos da desestatização pode ser reforçado de modo a ser mais abrangente e inclusivo ao alcançar mais pessoas, conforme descrito no subitem abaixo.

Por fim, embora a Sabesp possua atualmente a capacidade econômico financeira de realizar o Plano Ampliado, sua atuação dentro do modelo regulatório vigente impede que ela ofereça o conjunto de benefícios simultâneos que a operação de desestatização, tal como desenhada, proporcionaria. Mesmo ao ponderar

uma troca de contratos com extensão de seus prazos para amortização desses novos investimentos – uma medida viável somente em um contexto de desestatização, conforme o novo marco legal do saneamento – a intensificação dos investimentos, especialmente com o significativo aumento proposto, resultaria em um aumento notável nas tarifas. Esse reajuste é diretamente influenciado pela expansão da base de ativos, cuja remuneração se reflete nas tarifas, conforme elucidado na análise do Capítulo 4.

2.4 Plano de Investimento Ampliado e a Desestatização

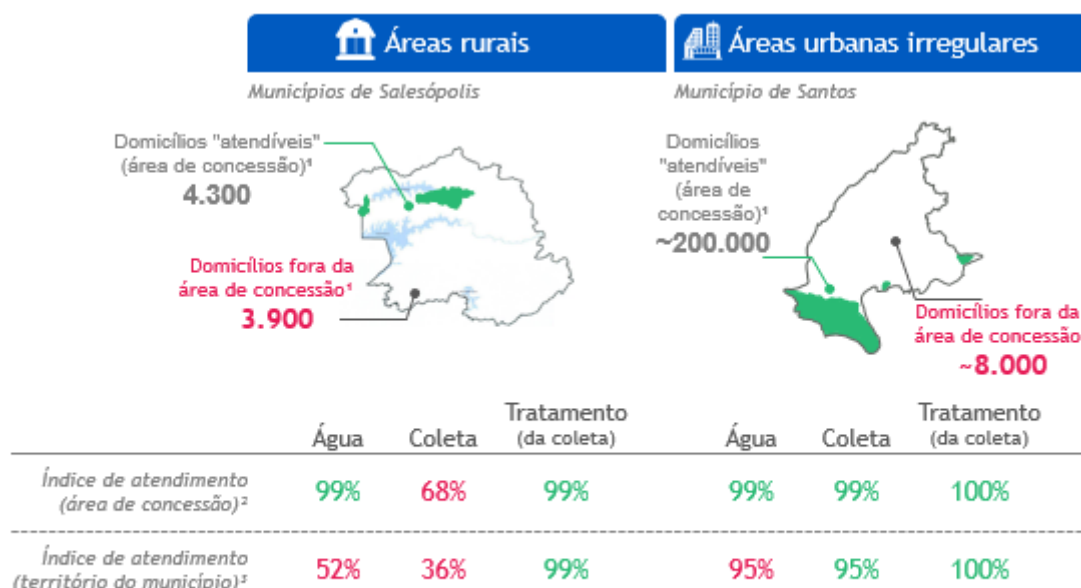
O Plano de Investimentos da Desestatização pretende aumentar e acelerar os investimentos previstos no plano da empresa, assim como reduzir tarifas de imediato e no longo-prazo, a partir de ganhos de eficiência vindos de melhorias operacionais.

O Plano de Investimentos da Desestatização aumenta os investimentos para 66 bilhões de reais, - na medida que amplia o foco em áreas irregulares urbanas e rurais. Isso significa ampliar a atual projeção para mais 1 milhão de pessoas beneficiadas.

O Plano da Sabesp ampliado também almeja universalizar os serviços de saneamento até 2029, antecipando assim em 4 anos a universalização, já levando em consideração possíveis gargalos de execução em especial nas zonas urbanas regulares.

O Plano ampliado pretende cumprir, portanto, as metas de universalização na sua totalidade (visão territorial) para os 375 municípios em que a Sabesp opera, obrigação que não consta dos atuais contratos da Sabesp com os municípios. Como pode ser visto na Figura 20 abaixo, diversos municípios possuem situações específicas em relação a área de prestação contratual da Sabesp, possuindo áreas não cobertas pela relação contratual.

Figura 20 – Universalização Territorial



1. Mantendo-se constante a proporção atual de -25,7 M de economias para -18,7 M de ligações totais 2. IN023 - água; IN015 - coleta; IN016 - tratamento 3. assumindo 0% de água, coleta e tratamento nos domicílios fora da área de concessão
Fonte: Sabesp; SNIS - Dados desagregados, 2021

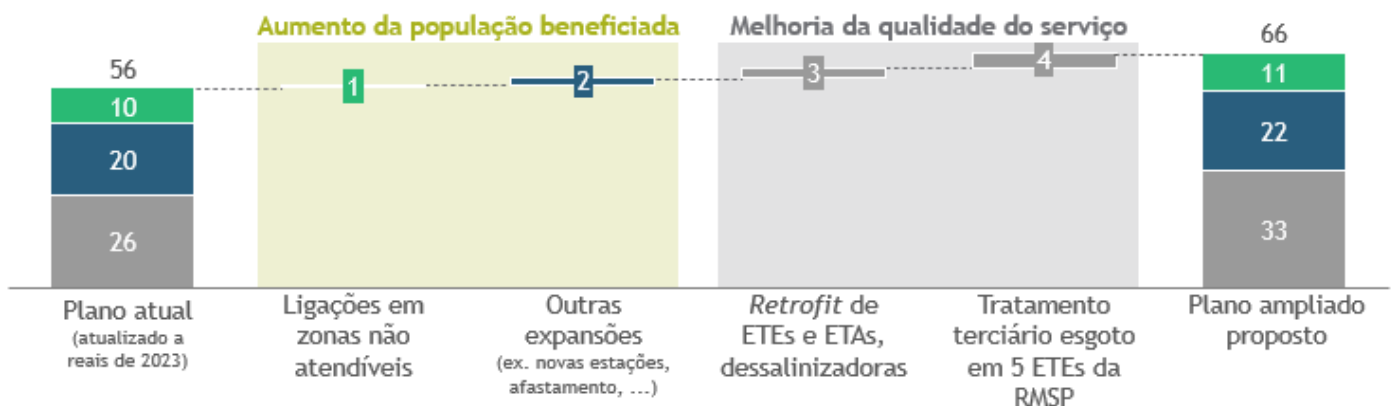
Fonte: BCG

Figura 21 – Plano de Investimento Reforçado

Plano de Capex Sabesp, 2023 - 2033

R\$ B de 2023

■ Expansão de ligações ■ Expansão de tratamento e outros ■ Renovação de ativos e outros investimentos



Fonte: Sabesp; BCG; e entrevistas com experts

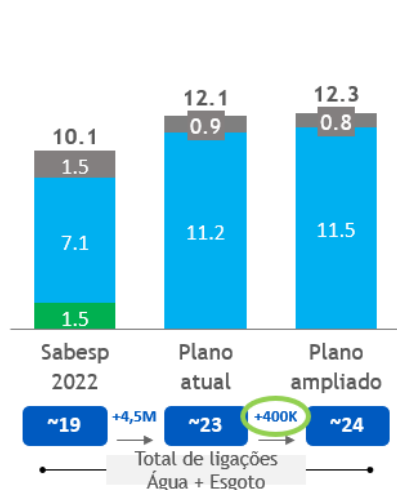
Fonte: BCG

Abaixo pode-se ver na Figura 22 comparação da expansão de ligações, economias e habitantes do Plano Atual da Sabesp com o plano ampliado proposto.

Figura 22 – Expansão de Atendimento

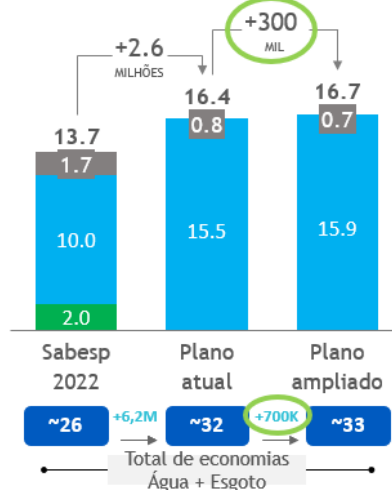
Expansão de ligações

Sabesp, locais com ligações (milhões)



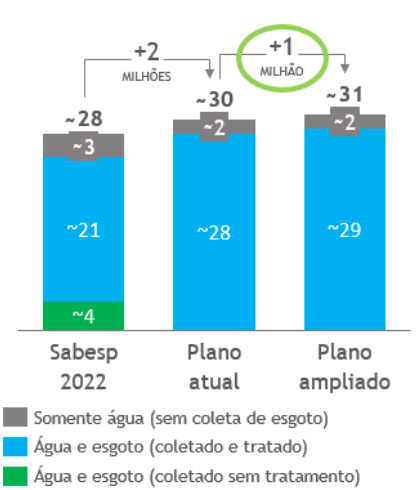
Expansão de economias

Sabesp, locais com economia (milhões)



Expansão de habitantes

Sabesp, população atendida (milhões)



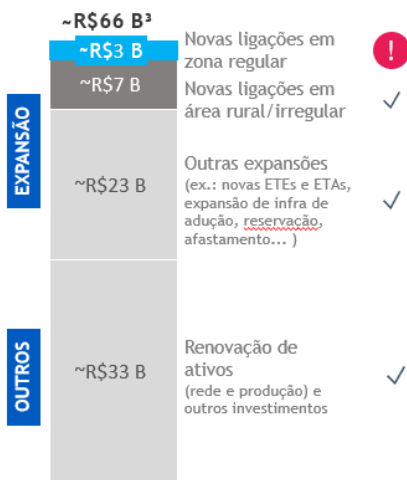
1. Pelo censo 2022, população cresce 0.5% a.a. e domicílios 2.5% a.a. (ou seja, população atual precisará de 15.7M de economias (e 0.7 restantes são para usuários não atendidos hoje)
Nota: plano de universalização considera 99% de cobertura em água, 90% de coleta de esgoto (e tratamento na totalidade do volume coletado); novas ligações e economias incl. 2022
Fonte: Sabesp; IBGE; Seade

Fonte: BCG

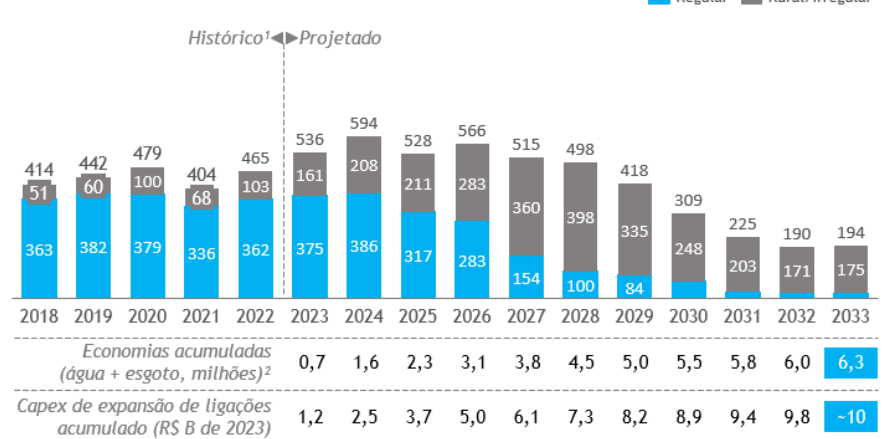
Além da capacidade financeira da Sabesp de arcar com o Plano Ampliado, deve-se também analisar a capacidade de execução de um plano ampliado. Desta maneira, analisou-se o histórico de novas ligações da empresa para constatar a possível execução do plano, conforme abaixo descrito. Ressalta-se que uma das áreas de maior desafio em termos de execução são as áreas de novas ligações em zonas regulares que demandam mudanças no trânsito de regiões adensadas.

Figura 23 – Histórico de Implementação

Abertura Plano de Investimentos Ampliado



Número de ligações em zonas regulares não precisa superar média histórica
Mil ligações por ano, água e esgoto



1. Assume 5% de ligações rurais (como no mix para frente) e que todas ligações feitas com tarifa social/vulnerável estão em zonas urbanas irregulares 2. Assumindo proporção atual de ~1,4 economias por ligação. De 2021 a 2022, adição de economias foi de ~800 mil 3. em R\$ de 2023
Nota: mix de ligações considerado no plano - zona urbana regular (40%), zona urbana irregular (55%), zona rural (5%)
Fonte: relatórios de sustentabilidade Sabesp

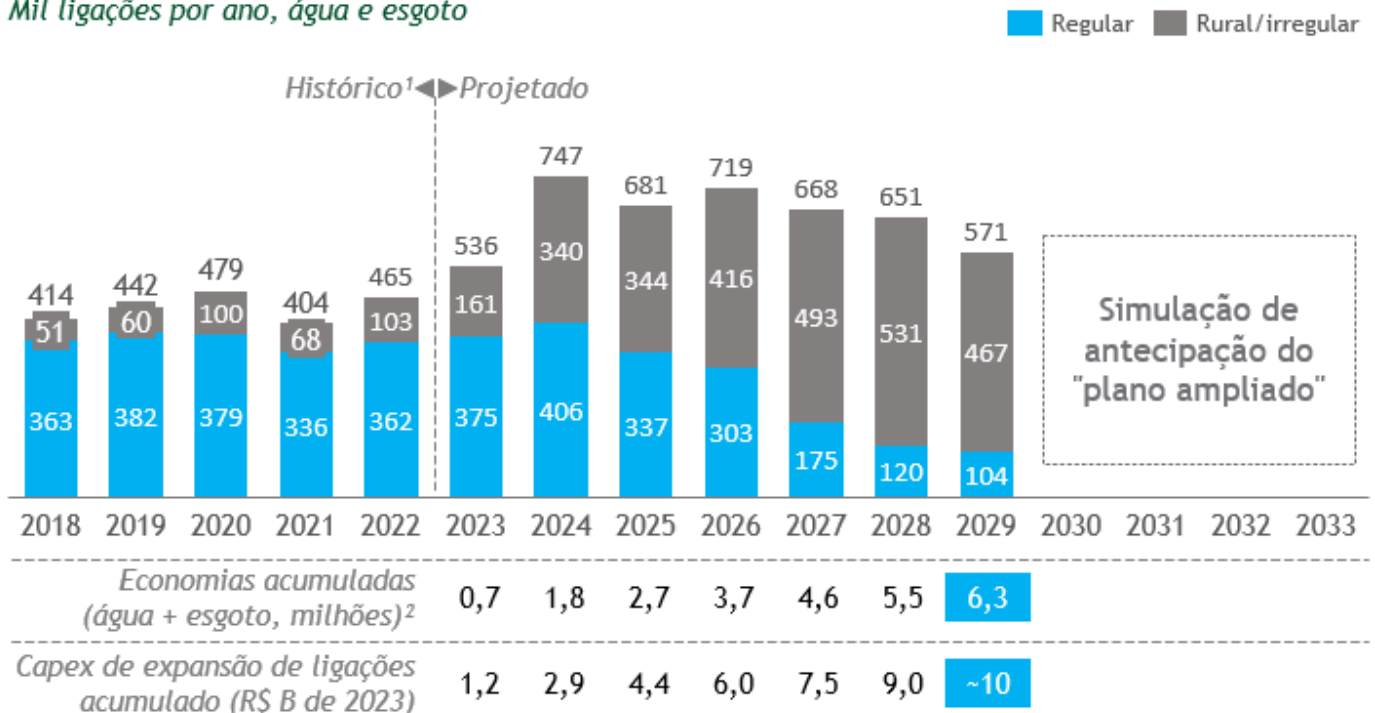
Fonte: BCG

Conforme indicado nas Figura 23 acima e 24 abaixo, a partir da análise dos planos, constatou-se que com a privatização seria possível antecipar os investimentos a afim de se atingir a universalização já em 2029, considerando contingências de execução.

Figura 24 – Antecipação da Universalização

Número de ligações em zonas regulares não precisa superar média histórica

Mil ligações por ano, água e esgoto



1. Assume 5% de ligações rurais (como no mix para frente) e que todas ligações feitas com tarifa social/vulnerável estão em zonas urbanas irregulares 2. Assumindo proporção atual de ~1,4 economias por ligação. De 2021 a 2022, adição de economias foi de ~800 mil 3. em R\$ de 2023
Nota: mix de ligações considerado no plano - zona urbana regular (40%), zona urbana irregular (55%), zona rural (5%)
Fonte: relatórios de sustentabilidade Sabesp

Fonte: BCG

Uma vez constatado que há a possibilidade de se universalizar antes do tempo e cobrindo uma área maior dos serviços, tem-se o segundo objetivo do GESP de como manter e até reduzir a tarifa em um modelo regulatório com base em custos e investimentos, posto que, no ambiente regulatório no qual a Sabesp está inserida, mais investimentos gerariam uma tarifa maior para remunerá-los. Assim, entende-se que a privatização permitiria a redução da tarifa no D0 e no longo-prazo através das alavancas descritas na Figura 25 abaixo:

Figura 25 – Redução Tarifária



Fonte: IFC, BCG

Por mais que a gestão privada seja eficiente com os investimentos e custos operacionais a serem realizados, isso somente não garantiria uma redução das atuais tarifas da Sabesp, em especial dado o robusto plano de investimentos para os próximos anos. Deste modo, com intuito de baixar a tarifa de imediato, o GESP poderia usar parte dos recursos recebidos na transação pela venda de parte de suas ações para reduzir tarifas de imediato.

Para tanto, deve-se definir durante a Fase 1 o quanto investir para fins de redução tarifária, bem como o mecanismo de investimento adequado para tal finalidade. Nesta etapa, também se determinará a abordagem para essa diminuição, considerando a progressividade e aspectos distributivos, seja através de uma aplicação transversal do benefício ou de ajustes customizados para as diferentes categorias de consumidores finais.

Além da redução tarifária imediata, pode-se obter reduções tarifárias adicionais através de uma execução mais eficiente de Capex e melhorias operacionais a nível de custos. Com a gestão privada, estima-se que a Sabesp será capaz de entregar um plano ampliado de Capex, antecipando para 2029, com ganhos de eficiência em Capex e Opex, evitando assim aumento de tarifas que onerariam sociedade pelos investimentos realizados.

2.5 Experiência internacional

O setor de saneamento básico se desenvolve em todo mundo, das mais diferentes formas, seja comunitária, autárquica, pública ou privada. Ao longo dos anos, foram muitos os desafios enfrentados para atender e ampliar o atendimento para os cidadãos, assegurando o direito humano aos serviços essenciais de água e esgoto. Mesmo com tantos esforços, ainda são necessários elevados investimentos para que se atinja os

objetivos de desenvolvimento sustentáveis. Ao longo dos anos os desafios foram ampliados, e muitas localidades apostaram no modelo de parceria público privada, seja através de concessões plenas ou mesmo por contratos específicos, para promover os investimentos necessários, no menor prazo possível. A França e a Inglaterra são exemplos de participação do setor privado na ampliação e manutenção dos serviços de água e esgoto. Outros exemplos importantes que trazem lições aprendidas a serem incorporadas no desenvolvimento do projeto Sabesp se referem às experiências da Argentina e Alemanha, conforme será visto a seguir.

2.5.1 Experiência Francesa

O setor de água francês está organizado de forma bastante distinta da organização do setor na maioria dos outros países europeus. Ao contrário da Inglaterra, não houve privatização total de serviços públicos por meio da venda de ativos. No entanto, na França a maioria dos municípios delega a prestação de serviços de água e saneamento a empresas privadas. Dois terços dos cidadãos franceses recebem água de apenas três empresas privadas – Veolia, Suez e SAUR. Essas empresas assinaram um total de 4.700 contratos com municípios apenas para água potável. Essas empresas também são os players mais ativos no mercado internacional de água, atendendo, direta ou indiretamente, 163 milhões de pessoas em cerca de 40 países em 2010, com Veolia e Suez sendo de longe os maiores players.

A delegação dos serviços de água ou esgoto na França geralmente é feita por meio de contratos de concessão ou arrendamento (“Affermage”). Estes contratos têm uma duração específica. Quando expiram, abre-se a possibilidade de licitá-los novamente, o que pode resultar em mudança de operadora. Também possibilita a remunicipalização dos serviços de água e esgoto ao final do contrato sem o pagamento de multas contratuais. Em todos os casos, os municípios mantêm a propriedade da infraestrutura.

A experiência do setor privado na prestação dos serviços públicos de abastecimento de água e esgotamento sanitário na França teve início no século XIX, sendo que em Paris o último contrato teve início em 1985 e durou até 2009, quando o contrato chegou ao final e o governo não o renovou, assumindo a prestação do serviço já universalizado. Nesse período de administração privada, alguns pontos são relevantes e merecem destaque: por exemplo, foram construídos mais 1.100km de redes para renovar a infraestrutura existente. Esses investimentos permitiram reduzir as perdas físicas que sob regime privado apresentaram resultados expressivos, passando o desperdício de água por vazamentos de 24% para 4%. Outro diferencial introduzido nessa experiência foram os medidores digitais instalados para mais de 90% dos clientes, o que possibilitou o maior controle de consumo, balanço hídrico setorizado e ainda a estruturação da cobrança, possibilitando diferentes preços por faixas de consumo como incentivador de consumo consciente. O principal objetivo desta parceria foi melhorar os ganhos de eficiência, de modo que esses pudessem ser refletidos em tarifas menores, beneficiando os consumidores.

Todavia, alguns pontos merecem destaque para que as experiências negativas do passado permitam aprimorar ações futuras, assegurando melhores arranjos entre o setor público e privado, para acelerar os investimentos necessários no setor de água e saneamento. O diagnóstico realizado revelou que o regulador dos contratos apresentados era municipal e a regulação/controle de tarifas só foi introduzida no cenário da privatização anos depois do início dos contratos. Dessa forma, pode-se afirmar que a regulação foi fraca, e como estava em maturação, não conseguiu impedir/mitigar os aumentos de tarifa ocorridos, que foram duas vezes maiores que a inflação do país no mesmo período.

De modo geral, para que se possa compreender o papel do regulador para os contratos privados na França, é preciso compreender dois diferentes períodos, um primeiro pré leis de 1993 e 1995, onde se verifica pouca

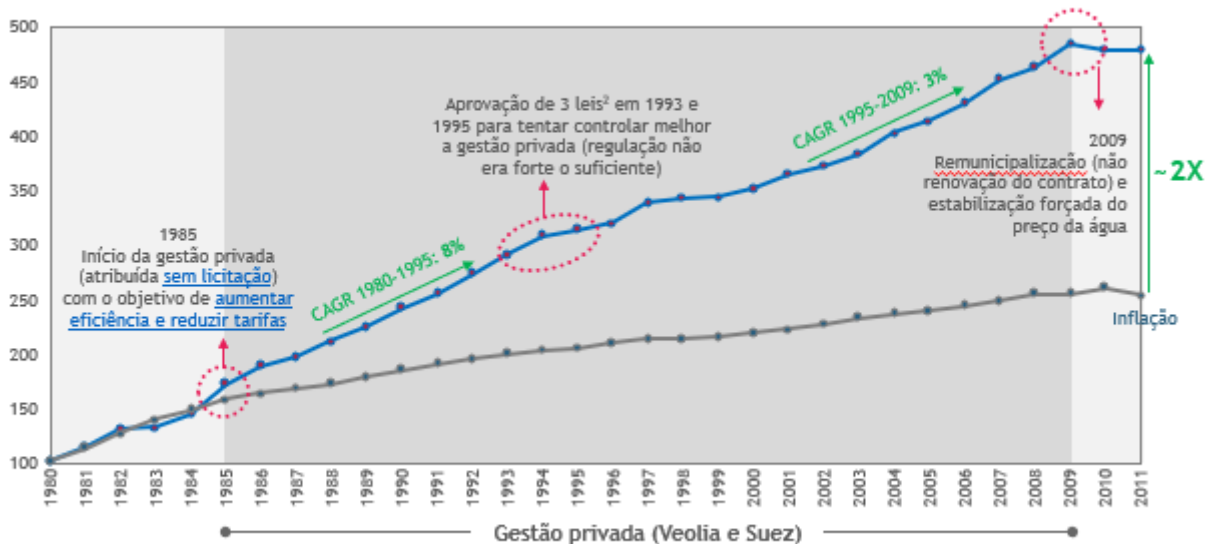
transparência e baixa influência do regulador na definição das tarifas. O segundo momento se deu após as leis de 1993 e 1995, onde os reajustes anuais passaram a ser baseados em uma cesta de custos.

Essa cesta de custos gerou um descolamento da tarifa acima da inflação média, visto que o coeficiente de reajuste considerava uma composição de fatores, como salários, eletricidade, material de construção, produtos para equipamento, ferramentas e transporte, como pode ser observado na Figura 26 a seguir.

Figura 26 – Regulação Tarifária na França

Evolução da tarifa da água potável em Paris

Base 100 = preço em 1980

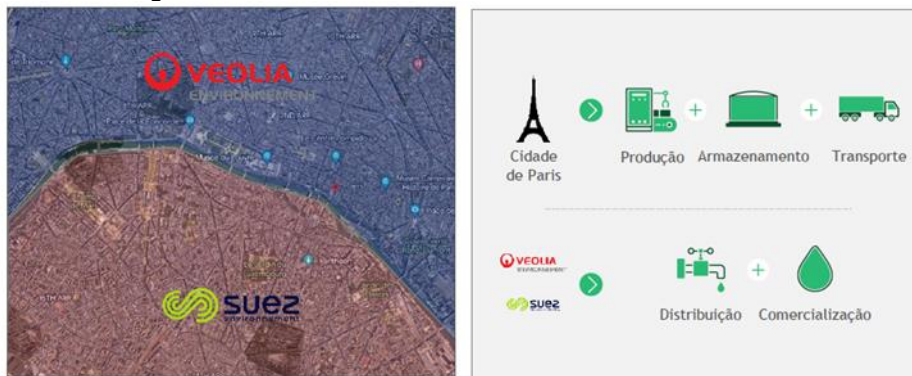


1. Índice costuma considerar salários, eletricidade, material de construção, produtos p/equipamento, ferramentas e transporte 2. Lei Sapin (janeiro 1993), Lei Barnier e Lei Mazeaud (fevereiro 1995) Fonte: press research; Reporterre; La Tribune; water.org.uk; Eau de Paris

Fonte: BCG e IFC

No caso de Paris, podemos citar outros pontos de atenção: primeiramente, promoveu-se o “fatiamento” do ativo, separando a cidade em duas áreas divididas pelo rio Sena, sendo que a margem esquerda foi concedida à menor das duas empresas, a Lyonnaise des Eaux sob Monod, enquanto a área maior na margem direita foi concedida à Compagnie Générale, que mais para frente se tornaram Veolia e Suez, de modo que essa escolha levou a um potencial efeito de limitação dos ganhos de escala. Outro limitante de possíveis ganhos de eficiência pode ser atribuído à segmentação do negócio, através da divisão entre produção e distribuição, ou seja, a produção, armazenamento e transporte eram serviços públicos da cidade de Paris, enquanto a distribuição e a comercialização eram serviços privados. Ver Figura 27 a seguir:

Figura 27 – Estrutura de Mercado dos Contratos de Paris



Fonte: BCG

É fato que o Governo de Paris decidiu não renovar o contrato e o remunicipalizou em 2009, 1 ano antes do término em 2010. Após a reestatização, o governo forçou uma redução de tarifas em Paris, mas o nível de investimentos caiu, reduzindo o processo de renovação da infraestrutura. Essa ação pode levar à uma necessidade de elevados investimentos futuros para manter o atendimento nas mesmas condições atuais.

Embora desafios permaneçam, ainda é possível concluir que a governança das parcerias público-privadas no setor de água francês hoje é melhor do que há 25 anos. Mesmo com alguns processos de remunicipalização, o setor de água privado francês continua forte: existem cerca de 4.700 parcerias público-privadas na França no setor, e cerca de 700 contratos são licitados novamente a cada ano.

Em resumo, o estudo de caso de Paris mostrou que, apesar dos significativos investimentos feitos e da melhoria dos serviços, o crescimento tarifário acima da inflação média não foi adequado e acabou por criar resistência popular incentivando o governo a não renovar ou reliciar o contrato de Paris ao mercado privado. Esse crescimento tarifário desordenado teve três causas: (i) regulação inexistente no início do contrato, incapaz de impedir aprovações de maiores tarifas; (ii) adoção posterior de um índice inflacionário de cesta de custos, descolado da inflação média percebida pela população francesa; e (iii) divisão da cidade de Paris em dois contratos, assim como a separação da cadeia upstream e downstream, impedindo captura de ganhos de escala e minimização de custos. Esses três pontos trazem lições importantes para a futura regulação da Sabesp, que será definida em detalhes na Fase 1 do projeto. Entretanto, já se pode afirmar: (i) Arsesp é uma agência reguladora respeitada a nível nacional; (ii) não será adotado índice de reajuste que fuja da inflação média percebida pelo consumidor final; e (iii) a área de concessão ou cadeia de água e saneamento não serão divididas, mantendo-se o escopo de serviços atual da Sabesp, o que permitirá captura de ganhos de escala.

2.5.2 Experiência Inglesa

A forma de organização regulatória do setor de água potável e saneamento no Reino Unido se deu de forma distinta entre suas quatro partes constituintes na década de 1980. Na Inglaterra e no País de Gales, dez Autoridades Regionais de Água públicas eram responsáveis pelo abastecimento de água e saneamento em quase toda área destes países. Na Escócia, centenas de municípios eram responsáveis pelo abastecimento de água e saneamento. Na Irlanda do Norte, a água era fornecida gratuitamente por uma única entidade pública, tal como na República da Irlanda, sendo os custos recuperados através de impostos. Em 1989, o governo Thatcher embarcou na mais ampla privatização do abastecimento de água potável e dos serviços de esgoto dos tempos modernos.

Em 1989, a indústria da água era de propriedade pública e a infraestrutura precária precisava de investimentos significativos para melhorar os padrões da água. Durante a década de 1980, a quantia que a indústria de água podia investir era limitada a 2 bilhões de libras por ano. Mas, no final da década de 1980, as diretivas europeias sobre a qualidade da água apontavam que o Reino Unido precisaria melhorar significativamente a infraestrutura hídrica. Em vez de investir dinheiro público, Thatcher promoveu a venda de toda a indústria para o setor privado. Esse processo de privatização arrecadou cerca de 7,5 bilhões de libras na época.

Antes da criação do Ofwat, atual agência reguladora do setor, a abordagem tradicional para a regulação dos monopólios naturais era pegar o preço pelo qual um produto era produzido, adicionar uma taxa de lucro fixa e definir o preço final do produto. Este tipo regulatório vinha dos Estados Unidos desde o século XIX, quando as tarifas de água para serviços privados eram definidas com base nestes preceitos, chamadas de “regulação de taxa de retorno”. Com base nessa metodologia, economistas britânicos introduziram um novo tipo de regulação econômica para serviços públicos, a regulação denominada por incentivos sendo que o modelo mais adotado é o de preço teto (Price Cap): os preços são definidos para um determinado período

– geralmente 5 anos – com base em uma estimativa dos custos operacionais e de capital eficientes necessários e uma taxa de retorno adequada ao risco do setor.

Está implícito ao modelo uma suposição em relação à eficiência e ganhos neste período. Se uma empresa se tornar mais eficiente durante o período regulatório do que a meta de ganho de eficiência estabelecida pelo regulador para toda a indústria, ela poderá aumentar sua lucratividade acima da taxa utilizada pelo regulador na fixação das tarifas. Se a empresa não conseguir aumentar sua eficiência frente aos parâmetros regulatórios definidos, ela terá prejuízo.

No caso da Thames Water, uma das empresas reguladas pela Ofwat no Reino Unido, pode-se demonstrar que os investimentos necessários para ampliar e melhorar os serviços de água e esgoto foram realizados de maneira que a nova infraestrutura possibilitou a redução das interrupções em 80% e de vazamentos em 60%. A privatização promoveu bons avanços na qualidade dos serviços e na qualidade ambiental, mas ainda há de se cumprir exigências de obrigações ambientais, que ao longo dos anos foram se tornando mais rígidas (e.g. a necessidade de redução do despejo de carga poluidora de esgoto nas praias em 66%, despoluição de rios e despoluição de canais, como também redução dos vazamentos, baixos índices de perdas de água, em uma perspectiva que mitigue a escassez hídrica e também transbordamentos por conta das chuvas).

Outra característica marcante nas privatizações inglesas foi o financiamento das operações. Assim como em outros mercados, a transferência para o setor privado assumiu que o investimento necessário para melhorar a infraestrutura fosse, pelo menos em parte, financiado por dívida, de modo que as empresas tomassem empréstimos para investir em tubulações, estações de tratamento e demais ativos. Criaram-se assim linhas de créditos especiais para empresas de saneamento. No período foram investidos cerca de 190 bilhões de libras em despesas de capital até 2022, quase o dobro do período anterior (pré privatização). Portanto, em grandes linhas, os investimentos realizados pós privatização permitiram uma melhoria nos serviços de água e esgoto no Reino Unido.

Esse ambiente colaborou para que os novos operadores aumentassem a alavancagem financeira das empresas ao longo do tempo, o que teve como consequências o aumento da dívida de zero alavancagem em 1989 para 57 bilhões de libras a níveis atuais. Os ativos saíram de 9 bilhões de libras a valores contábeis para 85 bilhões de libras, o que resulta em um patrimônio líquido de cerca de 20 bilhões de libras. Esta relação começa a ganhar maior relevância nos dias atuais em que ocorreram subidas de juros que impactam nos serviços da dívida e consequentemente na liquidez da empresa.

Como muitos destes contratos de financiamento possuíam cláusulas de juros pós fixados, os acionistas puderam obter vantagens de taxas de financiamento de suas dívidas em relação as taxas regulatórias durante período de quedas de juros, nos quais as taxas de juros regulatórias tendem a demorar para cair visto que acontecem em revisões tarifárias. Contudo, quando o oposto ocorre e as taxas de juros sobem, a taxa de retorno regulatória pode não acompanhar o crescimento da taxa de financiamento, o que pode causar problemas de liquidez ao operador. Essa questão gera uma lição aprendida e que deverá ser endereçada na regulação a ser aprimorada na Sabesp. Com base na atual legislação brasileira e boas práticas internacionais, serão analisadas alternativas de acompanhamento/monitoramento da estrutura de capital de empresas reguladas.

Outro ponto importante da regulação no Reino Unido se refere ao seu foco em outputs e como adota a metodologia de Price Cap na definição das tarifas, considera, em grandes linhas, a necessidade de investimentos para atingir os outputs estabelecidos. Todavia, a experiência Britânica revela que esses investimentos não foram estabelecidos de maneira clara, com nível de detalhamento adequado. Além disso, aparentemente as penalidades por atrasos e inexecuções de investimentos não foram corretamente

calibradas. Consequentemente, parte das metas estabelecidas foram descumpridas. A regulação não foi capaz de gerar incentivo para investimentos, as empresas investiam o suficiente para gerar o valor da tarifa e focavam em indicadores (KPIs) operacionais para redução de custos e maximização de valor em detrimento de investimentos no longo prazo. Verificou-se que mesmo cumprindo-se parcialmente o que fora estabelecido, eventuais penalidades limitariam-se ao máximo de 5% da receita. As penalidades mostraram-se insuficientes para incentivar investimento do operador de acordo com os planos.

O estudo de caso da Inglaterra mostra que, apesar dos significativos avanços verificados através de investimentos e da melhor prestação dos serviços após a privatização, algumas metas regulatórias não foram cumpridas. O modelo de regulação por incentivo utilizado pelos ingleses apresenta no mínimo dois pontos de atenção que serão observados na futura regulação da Sabesp: (i) os indicadores de performance e as penalidades precisam ser adequados para mensurar e punir descumprimentos contratuais, como atrasos ou não execuções dos investimentos, assegurando o cumprimento das metas estabelecidas; e (ii) é prudente ter um nível mínimo de detalhamento dos investimentos definido em contrato para garantir, ao menos, a priorização dos investimentos nas áreas de menor interesse econômico, para universalização homogênea do acesso.

2.5.3 Experiência Argentina

A privatização da distribuição de água na Argentina teve início em 1992, sob a administração de Carlos Menem, como parte de um dos mais extensos programas de privatização do mundo. Foram estabelecidas concessões em 28% dos municípios do país, abrangendo aproximadamente 60% da população, incluindo a região metropolitana de Buenos Aires em 1993. Após a crise econômica de 2001, durante o governo de Néstor Kirchner, praticamente todas as concessões foram encerradas, inclusive aquela relativa à área metropolitana de Buenos Aires, em 2006.

Na Argentina, em conjunto com a decisão de privatizar foi deliberado pelo governo a necessidade de estabelecer uma agência reguladora para supervisionar o setor. Dado que Buenos Aires foi o primeiro local a passar pelo processo de privatização da água no país, o governo enfrentou o desafio de decidir qual entidade seria responsável pela criação e supervisão dessa agência reguladora, se seria de âmbito nacional, provincial ou municipal. Em conclusão, as três esferas de governo optaram por colaborar na formação da nova agência reguladora de água, denominada Ente Tripartito de Obras y Servicios Sanitarios (ETOSS). Ao longo de sua existência, a agência reguladora enfrentou o desafio de equilibrar os interesses políticos dos três níveis de governo, cujos representantes frequentemente divergiam em suas opiniões. Tentar satisfazer a todos os envolvidos, ao mesmo tempo em que mantinha um tratamento justo com a empresa privada, foi uma tarefa complexa. A agência reguladora iniciou suas operações assim que a concessão foi implementada e foi financiada através de uma taxa regulatória aplicada a todos os consumidores de água. Essa medida visava conferir autonomia financeira à agência e, conseqüentemente, seu grau de independência financeira para se afastar de possíveis influências políticas.

Apesar desse esforço, a agência reguladora se revelou deficiente em termos de recursos humanos e maturidade regulatória. A falta de experiência prévia em regulação e a ausência de pessoal qualificado, em comparação com os reguladores de outros setores de serviços públicos na Argentina, como os órgãos reguladores de telecomunicações ou eletricidade, são algumas das questões identificadas no insucesso da privatização. Outro ponto de falha diagnosticado e criticado após a concessão consistiu no abandono das necessidades dos indivíduos em condições de vulnerabilidade, que não foram abordadas de forma explícita no planejamento da concessão, ou seja, a ampliação e melhoria do serviço ocorreu preferencialmente nas áreas de maior interesse econômico. De fato, a concessão manteve uma característica do regime jurídico

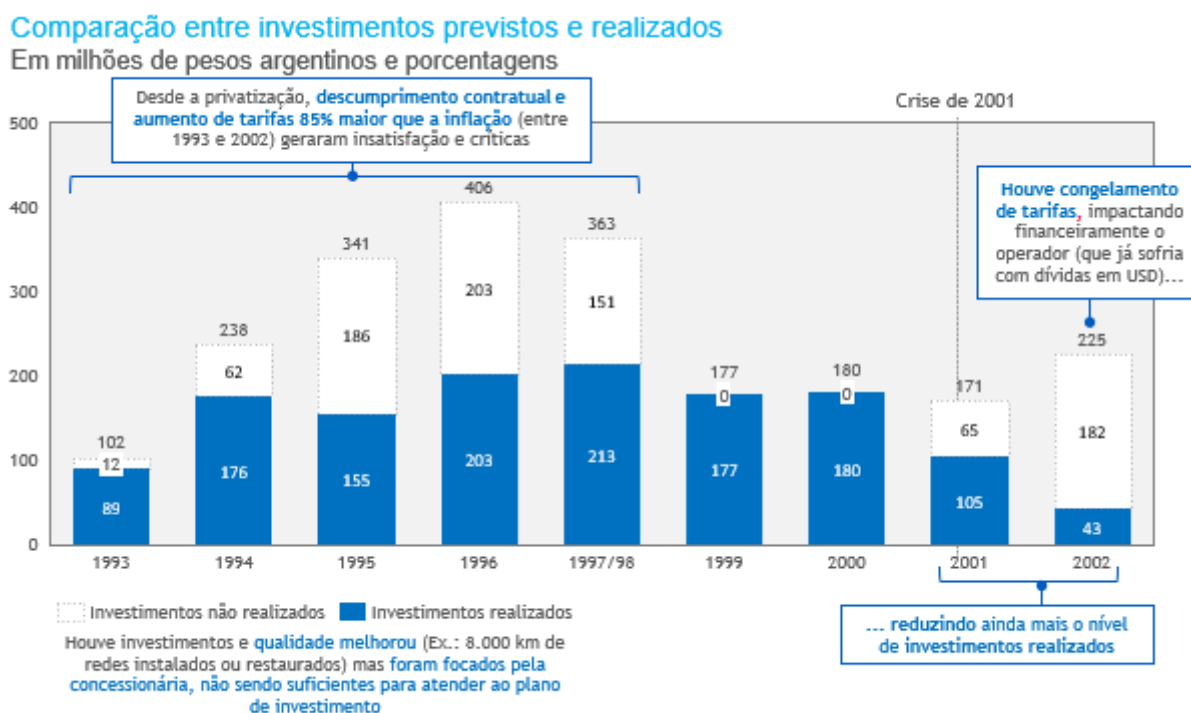
anterior, excluindo a expansão do acesso para favelas e áreas conhecidas como "vilas" do contrato de concessão, o qual estabelecia apenas a obrigação de fornecer acesso aos serviços às "áreas urbanizadas". Além disso, o sistema tarifário existente era complexo e confuso e baseado em cinco variáveis: (i) localização; (ii) tamanho do terreno; (iii) proporção da área construída; (iv) tipo de construção; e (v) idade da residência. Dessa forma, o sistema criado gerava algumas distorções, como uma família poderia pagar até cem vezes mais do que outra, independentemente do consumo de água e em alguns casos, mesmo famílias de baixa renda, quando em casas novas acabavam por pagar tarifas elevadas.

Ao que tudo indica, os primeiros anos da empresa Águas Argentinas foram altamente promissores. Após muitos anos de negligência, os investimentos finalmente começaram a crescer. As melhorias foram visíveis, incluindo o aumento no número de domicílios conectados à rede de água e esgoto, e uma melhora no atendimento ao cliente na área urbana regular. O tempo de resposta às reclamações diminuiu significativamente devido aos registros informatizados dos clientes e a implementação de um moderno sistema de atendimento ao cliente. Em um cenário promissor, a concessionária deu início ao seu primeiro pacote de financiamento junto a uma oferta de dívida. A relação dívida/capital da empresa em 1993 era de 1,38, um nível adequado que proporcionava uma sólida proteção contra riscos. No entanto, o financiamento inicial se mostrou insuficiente para atingir as metas de investimento estabelecidas no contrato de concessão. Como resultado, tornaram-se necessários novos financiamentos. Nessa situação, um segundo pacote de financiamento para a concessão foi necessário para cumprir os investimentos assumidos. De forma que, mesmo com estes destaques, a concessão aparentemente teve um efetivo início.

Durante esse processo foram reconhecidas duas revisões tarifárias, a primeira, já em 1994, aumentou o preço em cerca de 13,5%, onde a concessionária assumiu novos investimentos, mas renegociou (para baixo) as metas de cobertura estabelecidas no contrato original. Na segunda renegociação do contrato, houve intervenção no regulador, multas foram canceladas e as metas de investimentos foram revistas (novamente para baixo), de modo que o poder executivo passou a negociar diretamente com a concessionária, sobrepassando o regulador. Essa renegociação, feita sem a agência reguladora, permitiu repartir os custos de ligação de novos clientes com todos os clientes, de forma que essa mudança foi projetada para ser neutra em termos de receita.

De modo geral, o impacto da concessão permanece controverso. O governo e os críticos argumentam que a concessionária não conseguiu alcançar as metas estipuladas no contrato de concessão, especialmente no que se refere à expansão do acesso, investimentos e qualidade do serviço prestado. Por outro lado, reconhece-se que as metas não foram atingidas, mas alegam que o congelamento das tarifas durante a desvalorização do Peso durante a crise econômica argentina em 2001 violou o contrato, impossibilitando, portanto, o cumprimento das metas originais. Para demonstrar de forma visual o comprometimento da concessionária com o cumprimento das metas de investimentos estabelecidas no contrato, a Figura 28, a seguir, apresenta os valores contratados versus os valores desembolsados em cada ano da concessão.

Figura 28 – Histórico de Capex (Previsto x Realizado).



Fonte: openedition.org

Fonte: openedition.org/BCG

Em uma análise histórica, a empresa pública OSN, anterior a concessão, investiu apenas 25 milhões de dólares anualmente entre 1983 e 1993, enquanto a concessionária privada Águas Argentinas aumentou os investimentos para a média de US\$ 170 milhões anuais entre 1993 e 2000. Segundo o concessionário privado, ao longo dos 13 anos de vigência da concessão, foram disponibilizados acesso à água para cerca de 2 milhões de pessoas e acesso ao esgotamento para 1 milhão de pessoas, apesar da crise econômica ocorrida. Em julho de 2010, o Centro Internacional de Solução de Controvérsias sobre Investimentos (ICSID) decidiu que o governo argentino injustamente recusou permitir o aumento das tarifas pelas concessionárias privadas após a desvalorização do peso argentino em 2001, e que as empresas privadas teriam o direito a indenizações por perdas financeiras sofridas. De forma que, as empresas privadas anunciaram que buscariam uma compensação de US\$ 1,2 bilhões à época.

Assim, algumas lições devem ser aprendidas e destacadas da experiência Argentina. O modelo previa que o aumento da tarifa estaria atrelado ao Dólar, causando grande variação acima da inflação, e o plano de investimento contratado foi constantemente alterado, por descumprimentos da concessionária, mas também por desejo do executivo, o que levou a grandes problemas na sequência do contrato. Já antes da crise econômica de 2001 se acumulava um aumento de tarifa da ordem de 85% acima da inflação, em função da variação cambial e das repactuações dos investimentos (Revisões tarifárias). Agravando os problemas deste contrato, após crise de 2001, houve então o congelamento de tarifas por parte do governo, reforçando o nível elevado de intervenção no regulador, impactando fortemente os resultados financeiros do operador (que já sofria por ter dívidas em USD). Diante dessa realidade, o contrato de 35 anos foi rompido após apenas 13 anos e a remunicipalização foi adotada para a manutenção da prestação dos serviços de água e esgoto. Além disso, o plano de investimentos não considerou áreas irregulares e regiões mais vulneráveis, o que acabou por potencializar a resistência popular ao projeto.

Mesmo que de forma mais lenta, os investimentos continuaram com o prestador público, focado na ampliação da cobertura para os mais vulneráveis, de forma que a cobertura de água potável passou de 71% em 2003 para 82% em 2015 e cobertura de esgoto passou de 43% em 2003, a 54% em 2015. Contudo, a

prestação pública destes serviços necessitou aumentar as tarifas para compensar período de congelamento e já se considera que a infraestrutura de rede atual está obsoleta, com grandes problemas de interrupção e extravasamento.

Embora esteja previsto o detalhamento da regulação a ser adotada na Fase 1 do projeto, já é possível afirmar que: (i) investimentos e obrigações serão detalhadas em contrato e terão como foco ao mais vulneráveis – áreas irregulares urbanas e áreas rurais; (ii) o mecanismo de reajuste de tarifas será em Reais e seguirá índice inflacionário em linha com a inflação média nacional.

2.5.4 Experiência Alemã

A privatização do serviço de saneamento básico na capital alemã ocorreu na segunda metade da década de 90, sendo concluída em 1999, na esteira de diversas privatizações que foram feitas em Berlim. Naquele momento a iniciativa de Berlim era a maior PPP da Europa até então. O processo de concessão foi feito por meio de uma licitação com regulação no modelo contratual em que o consórcio vencedor ficaria com 49,9% da antiga companhia estatal de abastecimento (Berliner Wassertribe). Esse consórcio era formado pela empresa francesa Veolia (45%), o grupo alemão RWE (45%) e a Allianz Capital Partners (10%). A principal motivação para a privatização foi a busca por modernizar e integrar a rede de abastecimento de água da cidade após a reunificação da cidade com a queda do muro de Berlim.

A privatização do saneamento básico em Berlim não prosperou uma vez que a cidade recomprou as ações que pertenciam as empresas privadas em 2013 rompendo o contrato de concessão 15 anos antes do prazo inicialmente previsto de 30 anos. A decisão de reestatizar a empresa foi definida por meio de um referendo em 2011 e como forma de indenização pelo rompimento do contrato o governo de Berlim fez o pagamento de 1,3 bilhão de euros às empresas privadas em 2013, voltando a possuir 100% das ações da Berliner Wassertribe.

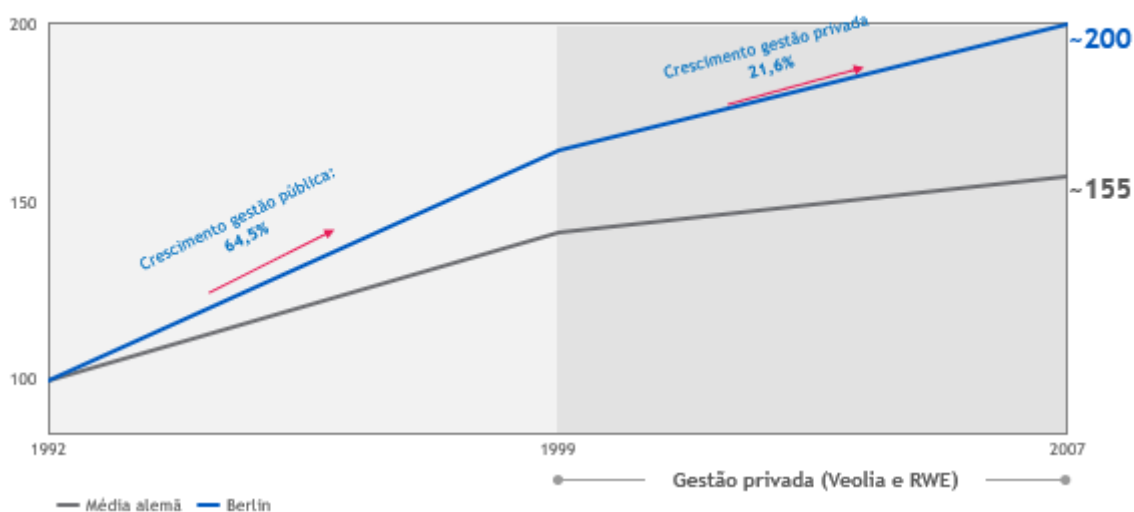
Para entendermos os motivos por trás da mudança da gestão privada em Berlim precisamos analisar os desafios e pontos de atenção contratuais e de modelagem referentes ao processo de privatização. O primeiro grande desafio enfrentado em Berlim foi a necessidade de padronizar e unificar os sistemas de distribuição de água e esgoto que exigiram vultuosos investimentos, pois as redes de distribuição da Berlim oriental eram muito mais degradadas e necessitavam de investimentos muito mais intensos do que as redes da Berlim ocidental e a modelagem de contrato não previa tamanho desafio nessa modernização das redes da antiga Berlim Leste. Ou seja, as obrigações contratuais não foram modeladas corretamente.

Outra peculiaridade na modelagem contratual de Berlim foi a decisão de garantir um retorno mínimo fixo ao parceiro privado em 8% como forma de aumentar a atratividade do projeto para o capital privado. Para garantir essa taxa de retorno o contrato previa aportes estatais ou aumentos de tarifa, não sendo considerado possíveis melhorias e ganhos de eficiência como parâmetros para esse retorno. Dessa forma, o concessionário privado não possuía incentivos em melhorar a eficiência da rede de abastecimento pois sua remuneração era garantida. Uma outra dificuldade gerada por esse arranjo contratual foi que como forma de garantir o retorno de 8% houveram diversos aumentos tarifários em Berlim, atingindo patamares duas vezes maior que a média nacional durante o período de gestão privada. Esses aumentos foram justificados para garantir os investimentos necessários e assegurar a remuneração mínima da contraparte privada como se pode ver na Figura 29 abaixo.

Figura 29 – Evolução tarifária em Berlin, pós privatização.

Evolução da tarifa da água potável em Berlin

Base 100 = preço em 1992



Fonte: water.org.uk/BCG

Mesmo com o fim do modelo de gestão privada em Berlin, é importante ressaltar que durante o período de concessão o sistema de saneamento básico de Berlim recebeu o maior volume de investimentos da história, permitindo grandes melhorias operacionais, como a diminuição da perda física de água para 3 %, melhoria no processo de tratamento da água, diminuindo a poluição por amônia e a renovação e integração das redes obsoletas da Berlim Oriental. Os impactos positivos da gestão privada ficam claros quando avaliamos o período pós remunicipalização do serviço. Embora a tarifa tenha sofrido uma redução após o fim da gestão privada, os investimentos na conservação e renovação da rede de abastecimento diminuíram significativamente. Além disso, como forma de financiar o processo de recompra da empresa foram promovidos diversos ajustes orçamentários gerando inclusive a demissão de 10% dos funcionários de Berlim Wassertriebe.

Dessa forma, pode-se avaliar o caso de Berlim e encontrar importantes lições para o caso de São Paulo e da Sabesp. O primeiro ponto é que a iniciativa privada apresenta uma maior capacidade de investimentos do que o setor público. Portanto, no caso paulista em que são necessários vultosos investimentos para a universalização dos serviços, a participação do setor privado é importante e pode permitir a aceleração de investimentos necessários em saneamento básico. Porém, o principal ensinamento vindo da análise da experiência de Berlim é a necessidade de uma boa modelagem e regulação do contrato buscando evitar problemas futuros. Os principais pontos de atenção nessa modelagem envolvem a definição clara dos índices de reajuste de preços, de forma a utilizar indicadores que mitiguem o risco de descolamento entre a inflação e o reajuste tarifário. Outro ponto é a busca por um modelo regulatório previsível que seja assertivo na previsão de OPEX e CAPEX buscando sempre incentivar investimentos e a eficiência operacional. Por fim, o último ponto sensível da modelagem é a definição das obrigações e investimentos esperados com a privatização, de forma a incentivar e garantir o cumprimento do contrato.

2.5.5 Lições aprendidas

Analisando-se a experiência internacional e suas lições, propõe-se mitigadores para que os mesmos erros não ocorram. Alguns desses mitigadores podem ser implícitos, já que estão previstos no setor atualmente,

como a não vinculação ao dólar e incentivos e restrições para investimentos, e outros devem ser desenhados com a finalidade de garantir o sucesso da desestatização no longo prazo e seus objetivos atendidos.

A legislação brasileira determina que a universalização deverá se dar para todos, abrangendo inclusive áreas urbanas e rurais, regulares e irregulares, bem como incentiva a prestação regionalizada destes serviços, a fim de assegurar a universalização do saneamento básico também para aqueles municípios onde a prestação isolada não seria sustentável economicamente. Para atingir os objetivos estabelecidos será preciso vencer diversos desafios, por exemplo, estabelecer mecanismos que incentivem os investimentos nas áreas vulneráveis e isoladas, ou ainda, mecanismos de análise de performance para assegurar o cumprimento das metas de qualidade, mesmo que para isso seja necessário estabelecer parâmetros e metas específicas no próprio contrato de concessão. Além dos mecanismos de incentivo para execução dos investimentos, é recomendado estabelecer em contrato as penalidades decorrentes dos possíveis descumprimentos, a fim de estabelecer condições para que a concessionária tenha corretos incentivos para cumprir o contrato de concessão.

A experiência internacional revela ainda outros pontos de atenção que devem ser considerados no processo de privatização da Sabesp, entre eles, o índice de inflação que será indexado ao contrato. Ou seja, será preciso definir um indicador de reajuste tarifário que permita atualizar a tarifa para que se possa manter a paridade do poder de compra, deteriorado pela inflação ao longo dos anos, mas que não culmine em um deslocamento entre a tarifa reajustada praticada pela concessionária e a inflação média percebida pelo consumidor nos demais setores da economia, assim como aconteceu na França, por exemplo.

Finalmente, o modelo regulatório para a futura regulação da Sabesp precisará se tornar mais previsível, de forma que o prestador tenha maior segurança e incentivos para assumir os desafios de longo prazo, para atingir a universalização do acesso dos serviços de água e esgoto. A padronização regulatória buscará estabelecer critérios que assegurem o cumprimento contratual, mantendo as condições contratadas e evitando alterações não previstas, usualmente decorrente de interpretações discricionárias do regulador. Dessa forma, um modelo de regulação mais previsível, que incentive os investimentos e a eficiência do prestador de serviço, deve agregar maior valor à transação em curso.

Figura 30– Principais mitigadores de riscos intrínsecos à modelagem da Sabesp.

Principais mitigadores intrínsecos e por desenho p/ Sabesp

		Desequilíbrio de tarifas	Falta de investimentos	Outros ex.: perda escala, transparência, objetivos desalinhados	
Intrínsecos Por desenho (na Fase 1)	1	Realizar licitação Por definição, Sabesp não fará qualquer processo de venda sem licitação (como no caso de Paris)			✓
	2	Regulador influente ARSESP é reconhecido pelo mercado, mais experiente que o de BA e mais forte que o de Paris (era municipal)	✓	✓	✓
	3	Reajustes de tarifa Escolha de indexadores que evitem desequilíbrios (ex.: em Paris não era IPCA, na Argentina era dolarizado)	✓		✓
	4	Modelo regulatório Regulação previsível, que incentive ganho de eficiência e investimentos (com penalidades adequadas); se necessário, discutir Golden Share ou regra do novo Marco sobre dividendos)	✓	✓	
	5	Benefícios de escala Não fatar Sabesp (ex.: Paris por geografia e por negócio) para manter ganhos de escala e capacidade de investir	✓	✓	
	6	Planos de Capex Plano de Capex com principais investimentos definidos, alinhando interesse de longo-prazo do setor (ex.: UK não renovou a infra; BA não focou nos mais vulneráveis)		✓	✓
	7	Mensuração de desempenho Definir indicadores adequados p/ mensurar desempenho (que foquem tanto no output quanto no input da gestão)	✓	✓	

Fonte: BCG

Conforme apresentado, os mitigadores de riscos intrínsecos, em tese, podem ser considerados como superados no Brasil, seja pela edição do marco legal nacional e sua atualização ou pela própria evolução do setor. Todavia, o devido sucesso do processo de desestatização da Sabesp estará diretamente relacionado à mitigação dos riscos tarifários e àqueles relacionados aos investimentos necessários para universalização. Dessa forma, na Fase 1 estarão concentradas as ações para mitigar os riscos atuais e futuros que podem prejudicar o processo de desestatização, iniciando pela análise profunda do modelo regulatório atual, explorando as melhores práticas, nacionais e internacionais, a fim de propor um arcabouço regulatório mais robusto, que garanta maior previsibilidade aos investidores, reduzindo intervenções discricionárias do regulador a cada ciclo de revisão tarifária e definindo critérios claros e objetivos que assegurem o cumprimento das metas contratadas, seja através do compartilhamento dos benefícios ou pela imposição de penalidades adequadas.

2.6 Resumo Benefícios

Como demonstrado ao longo desse capítulo, a desestatização da Sabesp traz uma série de benefícios para a Sociedade, Colaboradores da empresa, Governo de SP e Investidores. Para a sociedade, mais 10 milhões de usuários beneficiados com água, coleta e/ou tratamento, mais de 1 milhão de pessoas quando comparado com o plano atual da Sabesp. A universalização ocorrerá em 2029, 4 anos antes que o previsto. Além disso, proporcionará recursos para maior qualidade da água nos mananciais estaduais e dos serviços, que culminarão na despoluição de rios e maior qualidade de vida. Tudo isso com a redução tarifária no curto e longo prazos.

Para os colaboradores da Sabesp, a desestatização traz novas oportunidades ligadas a expansão da empresa para levar sua experiência de SP para o resto do Brasil e, quem sabe, para outros países da América Latina. A empresa terá maior capacidade também de desenvolver e reter talentos, já que novas formas de remuneração podem criar meios de gerir pessoas mais eficientemente que os atuais. Embora o plano de investimentos ampliado já indique a necessidade de um quadro de colaboradores mais robusto, além disso recomenda-se assegurar um período de estabilidade aos colaboradores, proporcionando uma transição cuidadosa e segura.

O Governo de São Paulo também se beneficia com a transação na medida que inova ao universalizar, já que poderá incluir no plano áreas complexas, não contempladas antes pelos contratos da Sabesp. Ressalta-se que projetos anteriores de outros estados não endereçaram áreas rurais e irregulares urbanas. O desenho da operação vai além de um simples caráter arrecadatório; ela centra-se nos benefícios para a população. A liquidez de recursos da transação geradas pela venda de ações do GESP poderá ser aplicada na redução tarifária (sem afetar o valor da companhia ou seus acionistas) e em políticas públicas de saneamento ou outros setores correlatos para melhorar a vida do cidadão do Estado de São Paulo. Além disso, com a desestatização, espera-se uma valorização no mercado das ações da companhia e, como o Governo ainda manterá uma participação relevante, o aumento do valor de mercado beneficiará diretamente as ações remanescentes do GESP.

Os atuais e futuros acionistas da Sabesp perceberão também ganhos através da captura de eficiência da gestão privada, da Sabesp enquanto plataforma de consolidação e expansão de negócios para o Brasil e potencialmente América Latina – crescimento orgânico e inorgânico e o benefício de ser corporação independente por desenho, com visão de longo-prazo.

Por mais que a desestatização traga benefícios, será preciso mitigar riscos na elaboração da modelagem, como garantir o equilíbrio tarifário no longo prazo e as metas de investimento e consequente universalização. Deve-se buscar, conforme será visto no Capítulo 4 uma regulação tarifária previsível, que capture ganhos

de eficiência e mitigue aumento real de tarifas (em especial social). Essa regulação deverá levar em consideração os aprendizados da experiência internacional, conforme exposto acima. No que tange os investimentos, o Marco Legal já criou uma série de dispositivos que garantem os investimentos no longo prazo, porém é possível aprimorar e customizar esses incentivos e travas para o cenário de São Paulo através de normativas e regulação específicas. Caberá a frente regulatória durante a Fase 1 recomendar regulação que garanta a execução dos investimentos com a modicidade tarifária no longo prazo.



3

Modelos de Venda

3 MODELOS DE VENDA

A potencial Transação envolve a desestatização da Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – SABESP (“**SABESP**”) pela venda de parte ou da totalidade das ações atualmente detidas pelo **GESP**. A Transação poderá envolver:

- (i) uma venda **total ou parcial** da participação detida pelo GESP para um investidor ou um consórcio de investidores em uma transação privada (“**M&A**”); ou
- (ii) uma oferta pública subsequente de ações da SABESP (“**Follow-on**”), podendo ser primária e/ou secundária, de parte ou da totalidade das ações detidas pelo GESP e que poderá ser ancorada por um investidor ou um consórcio de investidores (“**Follow-on Ancorado**”).

As alternativas vislumbradas para a implementação da Transação podem ser resumidas conforme o seguinte quadro resumo:

Modelo M&A – Venda total	Modelo M&A – Venda Parcial	Modelo Follow-on Investidor de Referência	Modelo Follow-on Pulverizado
GESP vende a totalidade das ações	GESP vende parcela relevante das ações que represente controle	Ter um investidor de referência pode atrair investidores de longo prazo	Pode afastar investidores de longo prazo em razão da ausência de um acionista de referência e da maior dificuldade de gestão da companhia
OPA de Tag Along necessária	OPA de Tag Along necessária	Sem ou baixa restrição de voto para permitir que os investidores de referência se organizem	Pode ser feito com ou sem restrição de voto, mas a inclusão de restrição de voto pode afastar investidores
GESP não captura eventual valorização das ações resultante da privatização	Participação remanescente do GESP ficará sujeita a variação de mercado	A inclusão de golden share pode afastar investidores	A inclusão de golden share pode afastar investidores
Maior volume financeiro envolvido, o que pode reduzir o número de players	Menor volume financeiro envolvido, o que pode aumentar o número de players	<i>Poison pill</i> pode afastar eventual investidor que queira fechar o capital da SABESP, mas pode evitar uma consolidação indesejada do controle por parte do GESP	<i>Poison pill</i> pode afastar eventual investidor que queira fechar o capital da SABESP, mas pode evitar uma consolidação indesejada do controle por parte do GESP
Saída total do GESP pode atrair investidores	Manutenção de participação minoritária pelo GESP pode reduzir número de investidores, a depender das regras de governança		
Estrutura com maior potencial de retorno no curto prazo, mas com risco de execução mais alto pela quantidade reduzida de players. No longo prazo, pode não ser a estrutura maximizadora de valor para o GESP, posto que a venda parcial pode gerar mais valor no futuro, quando da venda da participação residual em uma empresa avaliada com ganhos do privado	Estrutura com potencial de retorno que pode atrair mais investidores, mas afastar eventual player que queira garantia a aquisição do bloco controlador	Estrutura com potencial de retorno e risco de execução vinculados ao momento do mercado de capitais. A participação de investidores de referência pode atrair mais investidores. Manutenção de participação relevante pelo GESP pode afastar eventual player que queira adquirir participação maior	Estrutura com potencial de retorno e risco de execução vinculados ao momento do mercado de capitais

3.1 Estruturas e Principais Regras

3.1.1 Follow-on

Considerando que a SABESP possui ADR nível III listado na NYSE (The New York Stock Exchange), a oferta precisará ser realizada no Brasil e nos EUA. Além disso, definir o tipo da oferta é fundamental, podendo ser primária (emissão de novas ações pela SABESP com entrada de caixa para a SABESP) e/ou secundária (venda de ações pelo GESP com entrada de caixa para o GESP). Tendo em vista a intenção de realizar investimentos visando à universalização e de redução de tarifa, entende-se que uma oferta primária deverá ser necessária.

A SABESP deve ser considerada uma EGEM (Emissor com Grande Exposição ao Mercado), conforme os seguintes requisitos apresentados pelo artigo 38 da Resolução CVM 80: **(i)** tenha ações negociadas em bolsa há, pelo menos, 3 anos; **(ii)** tenha cumprido tempestivamente com suas obrigações periódicas nos últimos 12 meses; e **(iii)** cujo valor de mercado das ações em circulação seja igual ou superior a R\$5.0 bilhões, de acordo com a cotação de fechamento no último dia útil do trimestre anterior à data do pedido de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Com isso, a oferta de ações poderá ser realizada sem a necessidade de registro na CVM e ser destinada ao público investidor em geral.

A SABESP também deve se qualificar como um *well-known seasoned issuer* (“**WKSI**”) pela SEC, assumindo que seu *free float* permaneça acima de US\$700 milhões e esteja em dia com suas obrigações com a SEC. Isso poderá permitir que a SABESP utilize um *automatic shelf registration statement* em conexão com a oferta (*Form F-3ASR*) e agilize e flexibilize os esforços de *marketing* prévios ao lançamento da oferta.

Um *Lock-up* contratual será celebrado pela SABESP, GESP, administradores e eventuais acionistas relevantes da SABESP em prazo a ser definido em conjunto com os coordenadores da oferta, geralmente entre 90 e 180 dias. A título de exemplo, a Eletrobrás e BR Distribuidora assinaram um *Lock-up* de 180 dias quando foram privatizadas. Isto evita que novas ações sejam emitidas pela SABESP ou vendidas por acionistas relevantes, o que poderia reduzir o preço da ação.

A estrutura de contratação dos bancos coordenadores e dos prestadores de serviço deve ser estabelecida para o andamento da oferta, podendo a contratante realizar a contratação e ser posteriormente reembolsada pelos recursos gerados no *follow-on*.

A venda pulverizada das ações no âmbito da oferta pode dificultar a gestão ativa da SABESP no futuro e afastar investidores focados no longo prazo, mas pode eventualmente facilitar a viabilidade da Transação. A participação remanescente do GESP vai ser importante para definir quais medidas de governança serão necessárias, incluindo restrição de voto.

Por fim, o procedimento de *Bookbuilding* auxiliará na definição do preço por ação na oferta pública de distribuição. Neste procedimento, os coordenadores da oferta compilam as intenções de investimento e definem o preço para viabilizar a transação.

A ancoragem em uma oferta pública de ações se dá basicamente de duas formas: **(i)** ancoragem realizada mediante a celebração de acordo de investimento, ou **(ii)** ancoragem realizada sob melhores esforços de investimento.

A primeira é realizada com os investidores âncoras, no qual estes comprometeram-se a efetuar um investimento e adquirir ações da oferta, sujeito a determinados termos e condições, como preço por ação e volume financeiro investido. Neste caso, os investidores âncoras geralmente não participam do procedimento de *Bookbuilding*, não podendo participar da oferta caso o preço por ação fique acima do preço acordado. As ações adquiridas pelos investidores âncoras poderão ou não estar sujeitas a *Lock-up*. São

exemplos disto: IPO Banco Inter, IPO do Nubank, IPO Smartfit, IPO Ouro Fino, IPO Boa Safra e IPO Getninja.

Já na ancoragem realizada sob melhores esforços de investimento, o investidor compromete-se a realizar o investimento apenas com uma pré-reserva, não havendo compromisso em contrato específico com os ofertantes. Tal compromisso não é vinculante e suas condições não são divulgadas nos documentos da operação.

3.1.2 Estrutura Acionária Follow-on

Figura 31 – Estrutura Acionária Follow-On

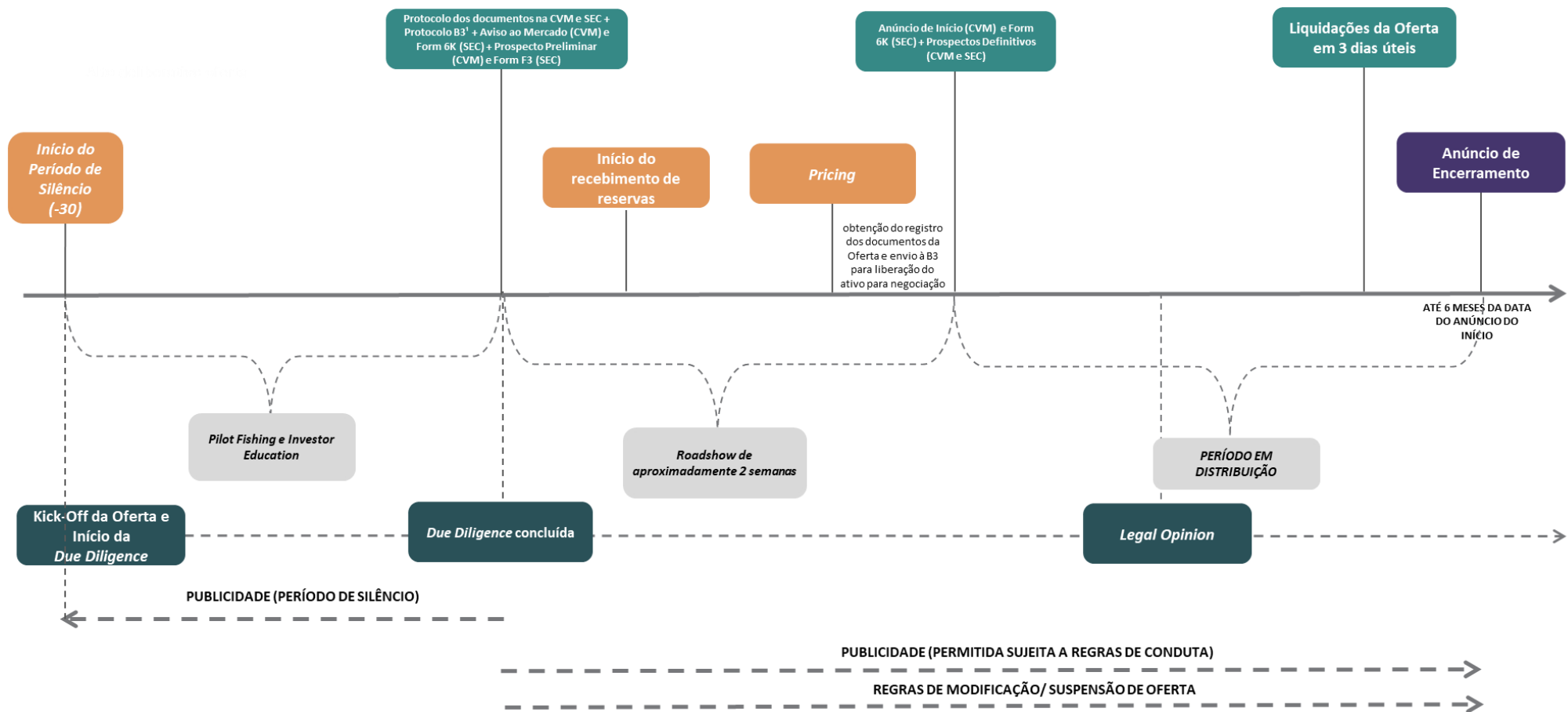


Fonte: LDR

3.1.3 Fluxograma Oferta

Abaixo se apresenta um fluxograma indicativo para o Follow-on, assumindo que a SABESP poderá ser qualificada com uma EGEM (conforme regras vigentes da CVM e descritas abaixo) e como uma WKSJ (conforme regras vigentes da SEC e descritas abaixo) e estará elegível a utilizar um *shelf registration statement on Form F-3ASR*. O cronograma final será definido em conjunto com os coordenadores da oferta, tendo em vista, inclusive, eventuais condições de mercado futuras.

Figura 32 - Cronograma indicativo para a oferta



¹ O protocolo B3 poderá ser feito tão logo possível, mas a liberação do ativo estará condicionada ao registro da Oferta pela CVM.

Fonte: LDR

3.1.4 Principais documentos para a realização do Follow-on

Para realizar uma oferta de Follow-on é necessário o seguinte documento:

- Prospecto Preliminar e Definitivo: principal documento de divulgação da oferta. Deve conter informações sobre a oferta pública, a companhia, os assessores e coordenadores.
- Form F-3ASR e *prospectus*: principal documento de divulgação da oferta nos EUA. Deve conter informações sobre a oferta pública, a companhia, os assessores e coordenadores.
- Lâmina: sintetiza o conteúdo do prospecto e apresenta as principais características da oferta.
- Atos societários de aprovação da oferta e de aprovação do preço das ações.
- Contrato de Distribuição para a venda das ações no Brasil e *Underwriting Agreement* para a venda de ADSs nos Estados Unidos e fora do Brasil: esses documentos formalizam a relação entre a companhia, os acionistas vendedores e os coordenadores da Oferta.
- Aviso ao Mercado, Anúncio de Início e Anúncio de Encerramento no Brasil e Form 6-K nos EUA.
- Demais documentos: Contratos de Empréstimo de Ações, de Estabilização, *Lock-up Agreements* e Contrato de formador de mercado.

3.1.5 Modelo Follow-on – Regras da SEC

Para a realização da oferta pública na SEC, será necessário seguir o “*shelf registration process*” ou “processo de registro de prateleira”. É o processo de registro de uma oferta pública, quando o emissor não tem intenção atual de vender os valores mobiliários que estão sendo registrados. Neste caso, pode-se esperar o melhor momento de mercado para a venda dos valores mobiliários.

Como uma WKSI, a SABESP tem a opção de realizar uma oferta usando uma “Declaração de Registro de Prateleira” na forma de um Form F-3ASR (“*Shelf Registration Statement*” on Form F-3ASR) ou realizar uma oferta única por meio de um Form F-3ASR autônomo e automaticamente eficaz (*stand-alone offering via an automatically effective stand-alone F-3ASR*).

- O emissor poderá arquivar uma *Shelf Registration Statement* com um base prospectus para registrar uma ou mais classes de valores mobiliários (e.g., ações ordinárias e ADSs, *warrants*, *debt securities*). Com isto, é possível realizar ofertas de tempos em tempos como um “*take down*” do *Shelf Registration Statement*.
- O Form F-3ASR é válido por um período de 3 anos.
- As ofertas são realizadas por meio do arquivamento de um prospecto preliminar suplementar (*preliminary prospectus supplement*) especificando os valores mobiliários ofertados e os termos da oferta.
- O prospecto preliminar suplementar anexará o prospecto base do Form F-3ASR.
- Após a precificação da oferta, o será arquivado junto à SEC um prospecto final suplementar (*final prospectus supplement*), anexando também o prospecto base.

- As informações sobre a SABESP podem ser incorporadas por referência nos termos dos registros da companhia arquivados junto à SEC.

Outra opção similar é fazer uma oferta única por meio de um F-3ASR autônomo e automaticamente eficaz (*stand-alone offering via an automatically effective stand-alone F-3ASR*). A diferença é que nenhuma *Shelf Registration Statement* precisará ser arquivada junto à SEC e o Form F-3ASR e os prospectos preliminar e definitivo de oferta estarão relacionados apenas aos valores mobiliários ofertados, não havendo prospecto suplementar. A informação incluída no prospecto e a possibilidade de incorporar por referência as informações da SABESP são iguais.

Em ambos os casos, o Formulário F-3ASR entra em vigor imediatamente após o arquivamento e geralmente não é revisado pela SEC.

Para a utilização do Formulário F-3ASR, é necessário seguir algumas condições para o emissor ser elegível, sendo elas:

- Ter uma classe de títulos registrados de acordo com o Exchange Act ou ser obrigado a arquivar relatórios;
- Estar sujeito aos requisitos de relatórios da Seção 12 ou Seção 15(d) do Exchange Act por pelo menos 12 meses imediatamente anteriores ao arquivamento da declaração de registro e ter arquivado todos os relatórios exigidos junto à SEC durante esse período; e
- Desde o final do último ano de suas demonstrações financeiras auditadas, não pode ter deixado de pagar dividendos ou parcelas do fundo de amortização de ações preferenciais ou inadimplente em parcelas de dívidas por dinheiro emprestado ou em arrendamentos materiais.

Um emissor é considerado elegível para usar o Formulário F-3ASR se o valor de mercado agregado de seu capital votante e não votante detido por não afiliados (flutuante público) for de pelo menos US\$75 milhões.

Com a caracterização de WKSJ, o protocolo do Form F-3ASR entra em vigor automaticamente com o seu arquivamento, sendo seus requisitos:

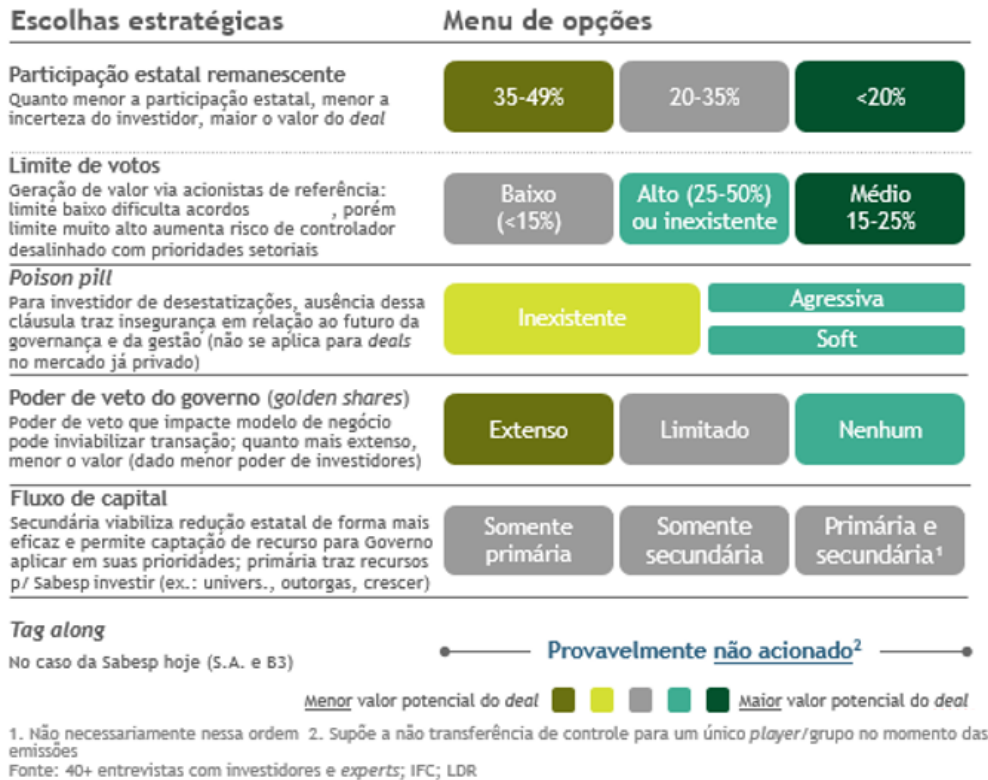
- Cumprir com as condições do Formulário F-3ASR.
- Dentro de 60 dias antes do protocolo do Form F-3ASR ter (a) mais de US\$ 700 milhões em *free float*, ou (b) nos últimos três anos, emitiu mais de US\$1 bilhão em principal de títulos de dívida não conversíveis em ofertas primárias.

Não ser um “emissor inelegível”. Um emissor pode ser inelegível, entre outros fatores, por não cumprir seus requisitos de relatórios periódicos, por ser uma empresa de fachada, por ter entrado com pedido de falência recentemente ou por ter sido condenado por um crime ou contravenção.

3.1.6 Considerações de Mercado sobre o *Follow-On*

Abaixo pode-se ver um quadro de escolhas estratégicas relacionadas ao modelo de *Follow-on* e suas implicações:

Figura 33 – Escolhas estratégicas Relacionadas ao modelo de *Follow-on*



Fonte: BCG

3.1.7 M&A

O adquirente das ações detidas pelo GESP deverá realizar uma OPA de *Tag Along* para a totalidade das ações detidas pelos acionistas minoritários, sendo que o atual valor de mercado da SABESP poderá restringir a quantidade de interessados.

Uma oferta pública de aquisição (de acordo com as regras Norte-Americanos de “*going private*”) também precisaria ser realizada nos Estados Unidos mediante a apresentação de um cronograma de *tender offer* e documentos relacionados. O cronograma e os requisitos para a oferta pública precisariam ser cuidadosamente coordenados.

A eventual análise pelo CADE poderá impactar o cronograma dependendo do adquirente ou grupo de adquirentes. Além disso, conseguir um volume financeiro relevante para um acquisition finance pode inviabilizar a Transação.

Uma alternativa é o GESP vender participação relevante das suas ações (acima de 30% do capital social da SABESP), permitindo que o adquirente tenha ações suficientes para influenciar a gestão da SABESP. O ponto

positivo é que as ações remanescentes poderão valorizar com o ganho de eficiência decorrente da privatização, o negativo é que a permanência do GESP como acionista minoritário pode afastar alguns investidores.

3.1.8 Estrutura Acionária M&A

Figura 34 – Estrutura Acionária Modelo de M&A

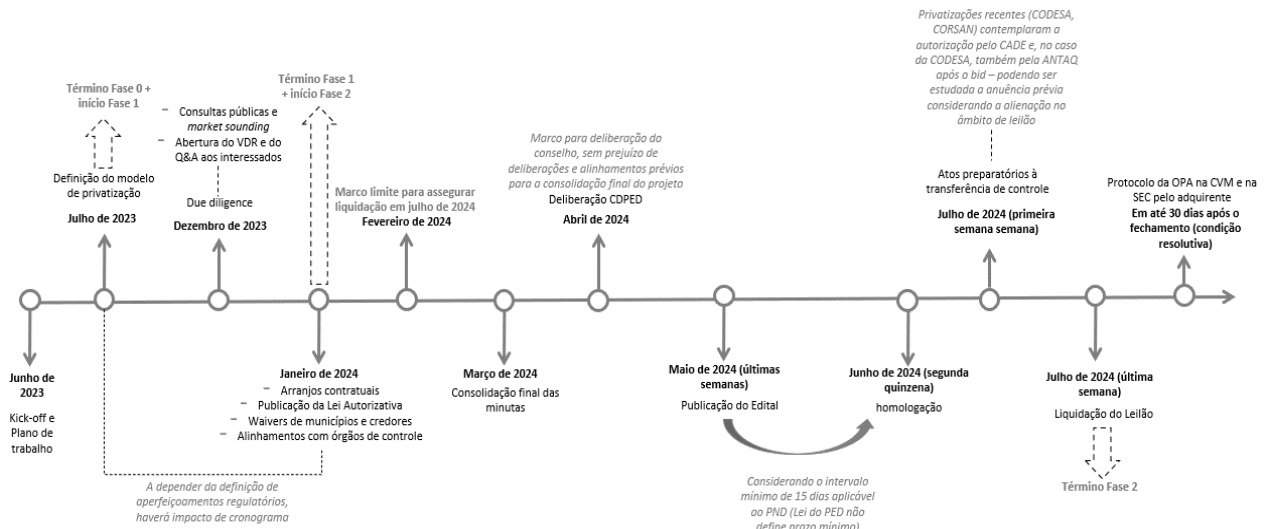


Fonte: LDR

3.1.9 Fluxograma do M&A

Abaixo incluímos o fluxograma indicativo para o M&A, sem considerar o cronograma de OPA (CVM) e *tender offer* (SEC) que precisarão eventualmente ser conduzidas pelos adquirentes das ações. O cronograma poderá sofrer alterações a depender de condições específicas da Transação, bem como de prazos adicionais solicitados pelos potenciais adquirentes para conclusão da *due diligence*.

Figura 35 – Cronograma M&A



3.1.10 Oferta Pública de Aquisição (OPA) na CVM

OPA de *Tag Along* ou OPA de alienação de controle é uma operação de caráter privado decorrente de uma prévia negociação entre o acionista controlador alienante e o adquirente do controle acionário, na qual, entre outras condições, são estabelecidos contratualmente a quantidade de ações objeto de alienação e o preço que deverá ser pago por esse bloco de ações. Há no caso uma obrigatoriedade do adquirente do controle promover oferta pública dirigida aos acionistas minoritários, assegurando-lhes o direito de venderem as ações de sua propriedade em conjunto com o antigo controlador, no momento que este transfere o poder de controle.

No ordenamento jurídico brasileiro, há diversas definições de alienação de controle que poderiam disparar uma obrigação de uma OPA de *Tag Along*, sendo elas:

- Para os fins da Lei das Sociedades por Ações:

“Art. 254-A. (...)”

§1º **Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.**”

- Para os fins da Resolução CVM 85:

“Art. 33. (...)”

§4º (...) **entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei nº 6.404, de 1976.**”

- Para fins do Regulamento do Novo Mercado:

“§1º **Para os fins desta seção, entende-se por controle e seus termos correlatos o poder efetivamente utilizado por acionista de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida.**”

- Para fins do Estatuto Social da SABESP:

“ARTIGO 53 – **A alienação direta ou indireta de controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição de que o adquirente do controle se obrigue a realizar oferta pública de aquisição de ações tendo por objeto as ações de emissão da Companhia de titularidade dos demais acionistas, observando as condições e os prazos**

previstos na legislação, na regulamentação em vigor e no Regulamento do Novo Mercado, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante.”

3.1.11 Oferta Pública de Aquisição (OPA) na CVM

Algumas regras devem ser seguidas pela Resolução CVM 85 para a realização de uma OPA de *Tag Along*.

O prazo de protocolo do pedido de registro da OPA na CVM deve ser de no máximo de 30 dias, a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle.

O preço em dinheiro tem que ser de no mínimo, igual a 100% do preço pago ao controlador para as ações ordinárias, acrescidos a juros da taxa Selic ou outra taxa que venha a substituí-la, desde a data do pagamento ao controlador até a data da liquidação financeira da OPA de *Tag Along*.

Alternativamente, o adquirente do controle poderá oferecer aos minoritários destinatários da OPA de *Tag Along*, a opção de permanecer na companhia e pagar um prêmio, no mínimo, equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Não é obrigatório laudo de avaliação para OPA de *Tag Along*. Excepcionalmente pode ser requisitado pela CVM o laudo nas alienações indiretas (art. 9º da Resolução CVM 85), ou ainda, caso seja unificada com uma OPA que exija o laudo de avaliação, como por exemplo, a OPA de cancelamento de registro.

Dessa forma, a alienação de controle ocorre, via de regra, quando a operação envolve, cumulativamente, os seguintes passos:

- O controle estava nas “mãos” de um acionista (ou bloco) e foi transferido para as “mãos” de outro acionista (ou bloco).
- Essa transferência se deu pela cessão de valores mobiliários (ações ou outros) entre as partes; e
- A cessão de tais valores mobiliários ocorreu de forma onerosa.

Por fim, via de regra, em aumento de capital diretamente na companhia aberta, em que algum novo investidor entre no bloco ou passe a ser o único controlador, não há OPA de *Tag Along*, exceto se houver cessão onerosa do direito de subscrição.

3.1.12 Oferta Pública de Aquisição (OPA) de Fechamento de Capital na CVM

Cumulativamente à OPA de *Tag Along*, o adquirente do controle poderá realizar uma OPA de fechamento de capital.

Caso haja adesão e/ou concordância expressa de 2/3 dos acionistas do *free float*, a companhia deixará de ser aberta em Bolsa e, por consequência, deixará de ser listada no Novo Mercado. Para fins exclusivos deste cálculo, “2/3 do *free float*” significa 2/3 do *free float* que tenha aderido, concordado expressamente ou declinado expressamente a oferta.

O preço da OPA deve ser o valor justo/econômico determinado em laudo de avaliação. Em caso de permuta por outro ativo, o avaliador deverá preparar o laudo de avaliação da empresa alvo e da empresa compradora.

A CVM realizará uma revisão obrigatória somando ao máximo 60 dias, contados da data do protocolo do último documento que complete a instrução do pedido de registro. Na prática, a OPA de *Tag Along* demora entre 4 a 9

meses, entre a data do protocolo na CVM e a data do leilão e, nas OPAs de *Tag Along*, o que dificulta o procedimento é a mecânica de pagamentos de *earn-out*, *escrow* e pagamentos em valores mobiliários.

Sobre o laudo de avaliação, o primeiro laudista de OPAs no Novo Mercado é contratado pelo Ofertante. Minoritários que representem mais de 10% das ações em circulação podem requisitar um segundo laudo de avaliação, e, caso aprovado em assembleia geral por tais acionistas minoritários, a Companhia deve contratar esses profissionais. O Ofertante pode a qualquer momento desistir da OPA de cancelamento de registro e seguir somente com a OPA de *Tag Along*, caso o preço do segundo laudo esteja acima ao inicialmente ofertado.

Caso o ofertante adquira mais de 2/3 dos acionistas do *free float* que se habilitarem para participar, um período adicional de 90 dias deve ser aberto para que acionistas que não venderam na OPA se habilitem para vender ao preço corrigido da OPA.

No caso do ofertante deter no mínimo 95% do capital após a OPA, o mesmo terá a opção de comprar a totalidade das ações remanescentes (“squeeze-out”).

3.1.13 Oferta Pública de Aquisição (OPA) na SEC

Mesmo companhias sem atividades comerciais ou listadas nos EUA estão sujeitas à ampla aplicação das leis de valores mobiliários dos EUA, na medida em que suas ações sejam detidas por residentes nos EUA.

As leis e regulamentos de valores mobiliários dos EUA concedem aos detentores de valores mobiliários residentes nos EUA os benefícios de:

- um período mínimo de 20 dias úteis de oferta,
- prorrogações obrigatórias em caso de mudanças materiais;
- pronto pagamento de todos os valores mobiliários oferecidos pelo adquirente, que geralmente dura de 2 a 3 dias úteis do *closing* da oferta;
- resposta da *target* em até 10 dias úteis, no entanto, a *target* não precisa se posicionar a respeito da oferta e normalmente não o faz;
- restrições de compras fora da OPA; e
- registros e divulgações obrigatórios, entre outras medidas, incluindo divulgações adicionais sob as regras de “*going private*” se a oferta pública tiver uma boa probabilidade de resultar na deslistagem dos ADRs da SABESP na NYSE.

Existem isenções dos requisitos, dependendo do nível de propriedade acionária nos EUA. Por exemplo, sob a chamada isenção de Nível I ou em inglês, “Tier I exemption” (aplicável quando os residentes dos EUA detêm não mais do que 10% das ações da *target*, excluindo as ações detidas pelo *bidder*), o *bidder* está isento de alguns requisitos, como o prazo mínimo, aviso de prorrogação e pronto pagamento, não sendo exigida forma específica de resposta da *target*.

Os investidores residentes nos EUA estão sujeitos a padrões de tratamento igualitário. A OPA ainda está sujeita a disposições de antifraude sob a U.S. Securities Laws. De acordo com a chamada isenção de Nível II ou “Tier II exemption” (aplicável quando residentes nos Estados Unidos detêm não mais do que 40% das ações da

target, excluindo as ações detidas pelo *bidder*), o *bidder* está isento de uma gama mais limitada de requisitos, como apresentar uma notificação de prorrogação e pronto pagamento, desde que sejam feitas de acordo com a legislação local que rege a OPA.

Existem regras específicas sobre como calcular a participação dos investidores residentes nos EUA e a definição de residente nos EUA, incluindo a exigência de fazer perguntas a corretores e outros intermediários sobre a residência de seus clientes. O descumprimento das leis e regulamentos de valores mobiliários dos EUA pode levar a consequências civis e criminais.

É importante ressaltar que essas normas terão eventualmente que ser observadas pelo adquirente das ações em caso de M&A.

3.1.14 Regras Especiais de Cancelamento de Registro para Emissores Privados Estrangeiros – Regra 12h-6

Há três condições para o cancelamento de registro de valores mobiliários na SEC por emissores estrangeiros:

- Cumprimento das obrigações dos relatórios da Exchange Act por 12 meses e arquivado ou fornecido todos os relatórios durante este período, incluindo o arquivamento de pelo menos um relatório anual;
- A classe de valores mobiliários a ser cancelada do registro não deve ter sido vendida, salvo algumas exceções, por meio de oferta pública registrada nos 12 meses anteriores ao pedido de cancelamento do registro; e
- Manter no mercado primário a classe de valores mobiliários a ter o registro cancelado, por pelo menos 12 meses antes do pedido de cancelamento de registro.

Atendidas as condições, há dois caminhos a se escolher: método de limite de volume médio diário de negociação (ADTV) ou o método de limite do titular de registro.

O Método de limite de volume médio diário de negociação (ADTV) permite romper o registro do valor mobiliário por meio de um teste de ADTV. Dessa forma, o ADTV da classe de títulos do emissor deve ser 5% ou menos que o volume médio diário de negociação da mesma classe de títulos, mas em uma base mundial, no mesmo período.

Por outro lado, o Método de Limite do Titular do Registro permite o emissor rescindir com suas obrigações de reporte se, em uma data dentro de 120 dias antes do pedido de cancelamento de registro, tiver (i) menos de 300 detentores de registros em todo o mundo, ou (ii) menos de 300 detentores de registros que residir nos Estados Unidos.

Cumprindo os requisitos dispostos, se o emissor não tiver mais classes de valores mobiliários com obrigações de reporte além da classe que se deseja cancelar o registro, poderá arquivar o Formulário 15F, rescindindo assim suas obrigações com a Exchange Act.

3.1.15 Considerações de Mercado sobre o Modelo de M&A

Abaixo pode-se ver um quadro de escolhas estratégicas relacionadas ao modelo de M&A e suas implicações:

Figura 36 – Escolhas estratégicas relacionadas ao Modelo de M&A



Fonte: BCG

3.1.16 Fluxo de Capital

O fluxo de capital da operação pode variar de acordo com o modelo de venda escolhido e de acordo com o tipo de emissão feita no Follow-on. Num modelo de M&A, onde há a alienação das ações por meio de bloco diretamente adquirido pelo partícipe vencedor da licitação, o GESP fica com todos os recursos oriundos da transação, visto que ele venderá sua participação direta na empresa. O modelo de Follow-on, permite tanto emissões secundárias quanto primárias. Emissões secundárias são aquela em que acionistas vende ações já existentes de sua propriedade. Ou seja, o GESP venderia através de emissão secundária sua participação. Contudo, o modelo de follow-on, permite também a emissão primária, ou seja a emissão de novas ações pela Sabesp. Essa nova emissão primária gera fluxo financeiro para a Sabesp, que poderá ser usado para investimentos e expansão da empresa.

Figura 37: Possíveis Fluxos de Capital

	Emissão primária	Emissão secundária	Primária e secundária ¹
Descrição	Emissão de mais ações para mercado, com objetivo de levantar fundos para empresa	Venda de ações pertencentes ao GESP para transferência de controle acionário	Combinação de emissão primária e secundária, sem ordem estrita
Prós	Levanta os recursos necessário para interesses da empresa (ex.: capex p/ universalizar, outorgas a municípios, expansão nacional)	Método mais efetivo e direto na redução de participação estatal Injeta recursos diretamente para governo	Combina capacidade de levantar recursos com possibilidade de reduzir mais participação do governo
Contras	Método menos eficaz p/ redução significativa da participação do estado (a partir da diluição da participação atual do governo)	Não levanta recursos adicionais para investimentos da empresa	Alternativa que mais requer recursos do mercado, o que pode diminuir concorrência
Exemplos não exaustivos	 Modelo Eletrobras buscou fazer uma verdadeira <i>corporation</i> , principalmente com emissão primária	 Várias grandes desestatizações dependeram principalmente de venda direta de ações em leilão	 Desestatização da Vibra começou com IPO da BR Distribuidora em 2017 e venda final das ações em 2021

Fonte: BCG

3.2 Regras de Governança

3.2.1 Golden Shares

O parágrafo 7º do artigo 17 da Lei das Sociedades por Ações traz a possibilidade de criar as *golden shares* nas companhias com o objeto de desestatização, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes específicos e até mesmo poder de veto em determinadas deliberações na assembleia geral.

Já o Regulamento do Novo Mercado, em seu artigo 8º, parágrafo único, dispõe da possibilidade de ser criadas ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, que deverão ser intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante ou suas controladas, devendo os referidos direitos serem objeto de análise prévia pela B3.

Para implementação de eventual *golden share*, deverá ser criada uma classe especial de ações preferenciais no estatuto social da SABESP, a qual garantirá determinados direitos ao Estado de São Paulo.

Como exemplo, destacamos alguns dos direitos e restrições criados em outras companhias: **(i)** modificação de denominação e objeto social (Vale, Embraer e IRB), **(ii)** exclusão do artigo do estatuto social que limita o voto em percentual superior a 10% do capital votante (Eletrobrás), **(iii)** transferência do controle acionário (Embraer e IRB), **(iv)** criação e/ou alteração de programas militares e interrupção de fornecimento de peças de aeronaves militares (Embraer), **(v)** alienação ou encerramento de determinadas atividades dos sistemas integrados de minério de ferro (Vale), **(vi)** alteração dos direitos atribuídos à *golden share* (Vale, Embraer e IRB), e **(vii)** indicação de membros para o conselho de administração e/ou conselho fiscal, conforme o caso (Vale, Embraer e IRB).

A Copel está propondo uma estrutura de *golden share* prevendo direito de veto em caso de: **(i)** autorização do Plano Anual de Investimentos da Copel Distribuição caso os investimentos não atinjam determinado nível; e **(ii)** modificação do estatuto social visando alterar a denominação, sede, limite de voto e arquivamento de acordo de acionistas. Os vetos somente poderão ser exercidos enquanto o Estado do Paraná detiver, no mínimo, 10% do capital social.

Um ponto importante é que vetos em questões relevantes e operacionais podem afastar investidores e impactar o preço.

Figura 38: Considerações e exemplos de Golden Shares



Fonte: entrevistas; IFC; press clippings; análise BCG

Fontes: Entrevistas, Estatutos Sociais e BCG

3.2.2 Limitação de voto nas ações de emissão da SABESP

O Regulamento do Novo Mercado autoriza a limitação de voto de acionistas ou grupo de acionistas. Caso tal mecanismo seja adotado, nenhum acionista poderá votar com participação superior ao percentual a ser definido.

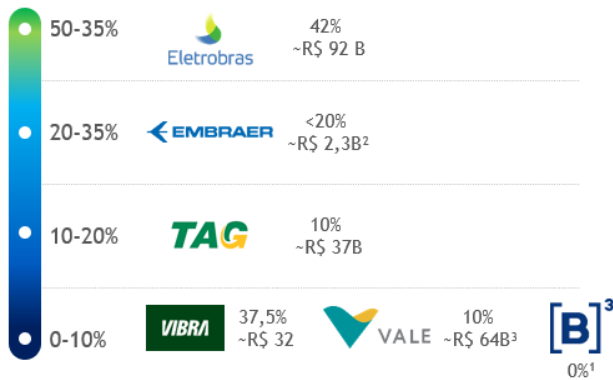
Como referência, destacamos: **(i)** Eletrobrás, que limitou o percentual de voto em 10% do capital social; **(ii)** Embraer, que limitou o percentual de voto em 5% do capital social; e **(iii)** Copel, que limitou o percentual de voto em 10% do capital social.

Como análise, entendemos que a limitação de voto pode afastar investidores de longo prazo, uma vez que esses terão menos condição de administrar a SABESP privatizada. Além disto, talvez a limitação de voto seja o item menos pacificado entre os potenciais investidores, visto que alguns acreditam ser negativa e outros positiva a sua implementação.

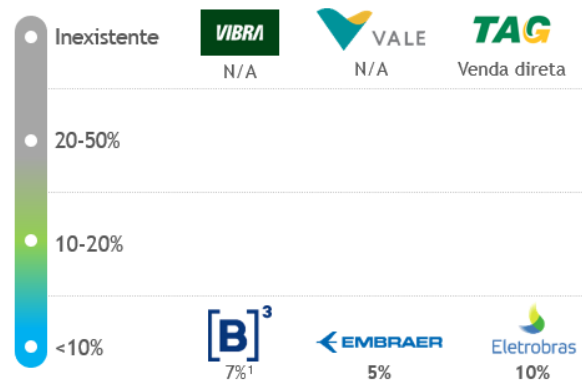
Figura 39 – Participação Estatal Remanescente e Limite de Votos

Participação estatal remanescente e limite de votos | Em desestatizações, ambos os parâmetros podem reduzir incertezas futuras do investidor

Exemplos: participação estatal remanescente e market cap na época da transação



Exemplos: limite máximo de votos



Quanto menor a participação estatal, menor a incerteza do investidor e maior o valor do deal

Geração de valor via acionistas de referência: limite baixo dificulta, porém limite muito alto coloca em risco a influência/controlado no futuro

1. Empresa não desestatizada 2. R\$ 216M em valores atuais, corrigidos por IGP-M, de dez/1994 até mai/2023 3. R\$ 8 B em valores atuais, corrigidos por IGP-M, de mai/1997 até mai/2023
Fonte: entrevistas; IFC

Menor valor potencial do deal: [verde] [verde] [azul claro] [azul] [azul escuro] Maior valor potencial do deal: [azul escuro]

Fonte: Estatuto Social Empresas e BCG

3.2.3 Poison Pills

Exemplos desse tipo de instrumento em outras transações:

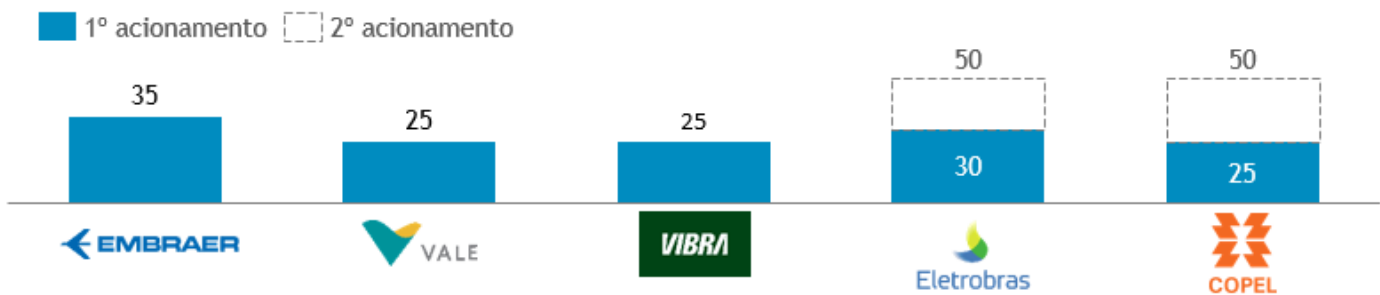
- **Eletrobras:** Se tornar titular de mais de 30% do capital votante e que não retorne a patamar inferior em até 120 dias, o valor da OPA será de, no mínimo, 100% superior à maior cotação dos 504 pregões, atualizada pela taxa do SELIC. Caso ultrapasse 50% do capital votante, o valor será de no mínimo, 200%. Essa obrigação não é aplicável a União, mas será aplicável se a redução de sua participação atingir os percentuais acima.
- **Copel:** Ultrapassar 25% do capital votante e que não retorne a patamar inferior a tal percentual em até 120 dias deverá realizar uma OPA da totalidade das demais ações ordinárias, por valor, no mínimo, 100% superior à maior cotação das ações ordinárias nos últimos 504 pregões anteriores a data em que ultrapassar tal limite, atualizada pro rata dies, pela taxa SELIC. Caso ultrapassem 50% do capital votante e que não retorne a patamar inferior a tal percentual em até 120 dias deverá realizar uma OPA da totalidade das demais ações ordinárias, por valor, no mínimo, 200% superior à maior cotação das ações ordinárias nos últimos 504 pregões, anteriores a data em que ultrapassar tal limite, atualizada pro rata dies, pela taxa do SELIC.

A inclusão de *poison pills* pode não prejudicar a formação de blocos entre os acionistas. Além disso, pode afastar eventuais players que tenham o interesse em aumentar sua participação na SABESP. Poison Pills podem ter percepções distintas dependendo do investidor. Num sentido geral, sua ausência pode trazer insegurança em relação ao futuro da governança e gestão, pois há eventual receio de recompra futura das ações pelo governo. Por outro lado, literatura indica que Poison Pills poderiam destruir valor para acionistas em mercados maduros posto que impediriam o maior controle de acionistas na gestão da companhia. Abaixo, tem-se exemplos de Poison Pills:

Figura 40: Considerações e exemplos de Poison Pills

Acionamento costuma ser entre 25-35% para não desestimular investimentos e manter sua função de impedir *takeover* hostil¹

% de participação para acionamento de gatilhos de *poison pill*



Quanto mais agressiva a cláusula, menos incentivos para *takeover* hostil¹

Exemplos de prêmio cobrado para tentativa de controle acima do gatilho

Soft	Valor da OPA (Vibra):	Agressiva	Valor da OPA (Eletrobras e Copel):
	<ul style="list-style-type: none"> 15% > que a maior cotação dos últimos 18 meses (atualiz. CDI) Pode gerar valor por ser uma opção possível de saída/ganhos ao invest. 		<ul style="list-style-type: none"> 100% > que a maior cotação dos últimos 18 meses (200%, se >50%) Pode gerar valor por tornar estrutura mais resistente no longo-prazo

Menor valor potencial do deal (cores mais claras) | Maior valor potencial do deal (cores mais escuras)

1. Sem consentimento da gestão da empresa. Pode ser tanto pelo governo quanto por um outro investidor privado
 Fonte: Press clippings; relatórios das empresas

Fonte: Estatutos Sociais e BCG

3.2.4 Restruturação das Dívidas

Caso a SABESP não consiga obter todas as aprovações necessárias dos credores, o pré-pagamento de tais dívidas poderá ser uma alternativa.

Tal pré-pagamento poderá ser feito mediante a emissão de uma nova dívida ou com parte dos recursos provenientes da oferta de ações.

3.2.5 Matriz Comparativa

Abaixo apresentamos as principais diferenças entre os modelos de Follow-on e M&A.

Risco	Modelo Follow-on	Modelo M&A
Implementação da Transação	Tende a ser mais célere e menos burocrática, mas poderá estar sujeita a condições de mercado e macroeconômicas	Mais burocrática e menos célere, uma vez que será necessária a realização de leilão e eventual discussão do contrato de compra e venda com os potenciais compradores. No entanto, a implementação poderá ser viabilizada se houver um ou mais investidores interessados
Universalização	Os recursos para universalização serão totalmente provenientes de emissões de ações primárias ou dívidas da SABESP	Além de potenciais emissões de ações ou dívidas, o novo acionista controlador poderá utilizar recursos próprios para arcar com as obrigações de universalização
Municípios deficitários	Poderão ser criados mecanismos para evitar que a SABESP abandone os municípios deficitários, como a implementação de <i>golden share</i>	Apesar de ser possível a inclusão de mecanismos e obrigações para que o futuro controlador não abandone municípios deficitários, a aceitação de eventuais mecanismos poderá impactar o preço de venda da SABESP
Disponibilidade financeira	Parte da oferta poderá ser primária com os recursos sendo destinados ao caixa da SABESP, os quais poderão ser utilizados para investimentos	Além do preço a ser pago para o GESP pelas suas ações, o novo controlador deverá ter recursos disponíveis para adquirir a totalidade das ações detidas pelos atuais acionistas minoritários, além de recursos suficientes para realizar os investimentos necessários na SABESP
Acquisition Finance	Não aplicável.	Volume financeiro relevante e a obtenção de um financiamento para os adquirentes pode atrasar o cronograma ou inviabilizar a Transação. Alguns players acreditam que o mercado brasileiro não comporta um <i>acquisition finance</i> para a totalidade das ações da SABESP
Potenciais Investidores	Maior quantidade de investidores com condição de participar da Transação, incluindo pessoas físicas, mas poderá afastar investidores que busquem o controle efetivo da SABESP	Poucos investidores têm condição de adquirir a participação do GESP na SABESP

3.3 Conclusão e Recomendação

Antes de adentrar-se na recomendação dos modelos, parte-se de premissas iniciais para a transação, de acordo com indicações do GESP. A primeira delas é que haja perda do controle majoritário do GESP na Sabesp. A segunda, que não haveria fatiamento da Sabesp em blocos, garantindo assim economias de escala e maximização da eficiência nos serviços. Por fim, os objetivos de reduzir tarifas e acelerar a universalização de maneira completa, considerando a visão territorial dos municípios.

O valor da transação também poderá ser influenciado pelo modelo de regulação, melhor analisado no próximo capítulo e durante a Fase 1. A figura abaixo resume os 4 tipos de modelos possíveis e suas características.

Figura 41 – Considerações sobre os modelos de venda



Fonte: BCG

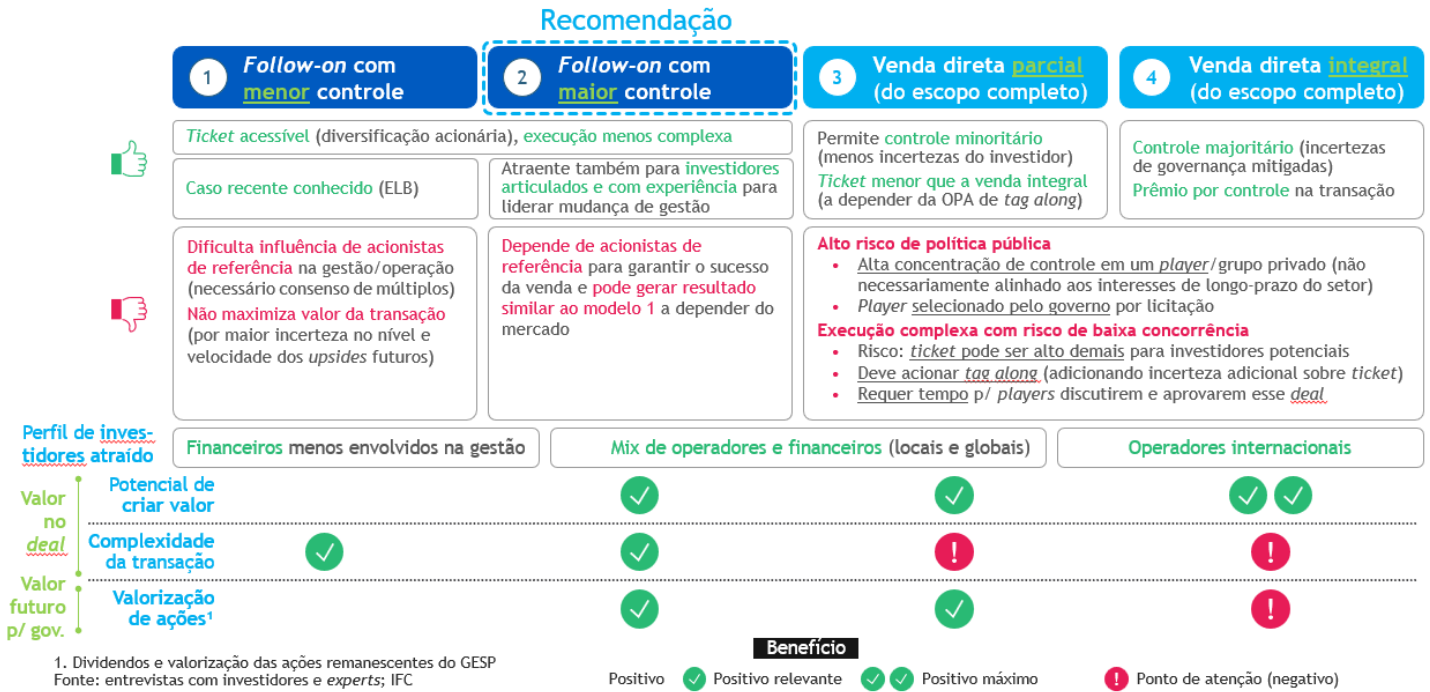
Acredita-se que o modelo de Follow-on com maior controle pode entregar os benefícios desejados e maximizar o valor da transação, além de trazer maior segurança e competitividade ao projeto. Conforme visto, o modelo de Follow-On possui um ticket mais acessível, mas ao mesmo tempo permite a entrada investidores de referência com a capacidade de influenciar a gestão da companhia. Em termos de desafios, ele possui o perigo de resultar no modelo de Follow-on com menor controle, posto que em uma oferta pública, o maior preço que sustente a oferta leva as ações. Assim, pode ocorrer o caso de um investidor de referência ancorar a oferta mas ficar de fora, já que seu preço ofertado foi menor do que os demais participantes vencedores. Neste caso, um Follow-on com menor controle dificultaria a influência na gestão da companhia.

Os modelos de venda direta (M&A), tanto integral, quanto parcial, possuem como vantagem a possibilidade do eventual vencedor exercer o controle majoritário ou de fato da empresa, porém também traz em seu bojo riscos de execução, política e concorrencial. Uma venda direta da Sabesp a somente um player pode trazer risco para a política pública no setor no sentido que um grupo privado pode não realizar os investimentos no longo prazo conforme estipulado. Além disso, um processo licitatório deste volume teria baixa concorrência devido ao alto montante financeiro, havendo a chance da licitação dar vazio ou ter somente um proponente sem competição. Deve-se lembrar também que eventual troca de controle acionaria o mecanismo de tag along obrigatório nos estatutos sociais de empresas listadas no Novo Mercado. Segundo a cláusula, o adquirente teria que estender o valor proposto para os demais acionistas que detinham a ação antes da troca do controle, o que poderia chegar no limite ao total do equity value da Sabesp, impossibilitando a transação para o interessado.

Considerando as razões acima descritas sob a ótica da criação de valor no momento da transação e no futuro tanto para o GESP e para os Municípios, tem-se o quadro resumo abaixo.

Figura 42 – Recomendação do Modelo

Follow-on c/ âncora maximiza valor e benefícios



Fonte: BCG

Com a finalidade de ter um processo competitivo maior, os modelos também foram analisados de acordo com o tipo de investidor. Modelos de venda direta tendem a atrair mais investidores estratégicos, que pretendem exercer influência sobre a gestão da companhia, porém trazem riscos de ticket elevado e baixa concorrência.

Modelos de Follow-on podem atrair investidores operadores, que possam ser uma referência para a gestão da companhia, desde que seja possível um maior controle sem limitações pequenas de Poison Pills. Segundo esses investidores, saneamento é um setor de capital intensivo no qual a gestão e os acionistas devem estar alinhados na implementação dos investimentos. Essa percepção também é compartilhada por investidores financeiros que buscam ter uma referência de operadores na gestão para dar maior segurança a implementação da estratégia empresarial.

O Modelo de Follow-on com maior controle tem potencial de atração tanto de investidores financeiros como operadores, além de permitir a presença de parcerias com a finalidade de alinhar os interesses e implementar a gestão e cultura desejada na companhia.

Com a finalidade de exemplificar os riscos implícitos ao modelo de venda direta, traz-se a tabela abaixo com transações no setor de infra no Brasil. Percebe-se que poucas transações superam 10 bilhões de reais, sendo as transações de saneamento tipicamente menores.

Figura 43 – Maiores transações de infraestrutura no Brasil

Maiores transações dos últimos 10 anos de infra no Brasil

Infraestrutura
Maior *deal* recente (TAG) era menos arriscado

Target	Comprador	Subsetor	Ticket (R\$ B) ¹	Ano
TAG	(90%) - CDPQ, Engie	Transmissão de gás	34	2019
nt	(90%) - Brookfield, Itaúsa	Transmissão de gás	~16	2017
CPFL ENERGIA	(55%) State Grid	Energia	14	2017
Vtal	(65%) BTG	Fibra ótica	12,9	2022
CELSE	(100%) Eneva	Geração energia	6,7	2022
ELEKTROPAULO	(70%) Enel	Energia	5,5	2018
CELG	(100%) EDP	Transmissão de energia	2,0	2021
Gaspetro	(51%) Compass	Distribuição de gás	2,0	2022

Transação com pouca concorrência, mesmo com mais previsibilidade de demanda que possível operação Sabesp

Setores com menor risco de regulação e de fluxo de caixa (ex. PPA em geração de energia, *ship or pay* para gás) facilitam *deals* maiores

1. Equity do valor negociado; valores correntes no momento da transação
Fonte: Pitchbook; acessado em Jun/2023; press clippings; entrevistas com experts

Água Não exaustivo
Menor *ticket* que outros setores de infra

Target	Comprador	Ticket (R\$ B) ¹	Ano
cosan	(100%) - Perfin, Aegea, GIC	4,1	2022
ODEBRECHT	(70%) - Brookfield, Sumitomo	2,9	2017
aegea	(8,5%) Itaúsa	1,4	2022
IGUA	(45%) CPPIB	1,3	2021
OS MANAUS	(100%) Aegea	0,8	2018
IGUA	Aimco	0,4	2022

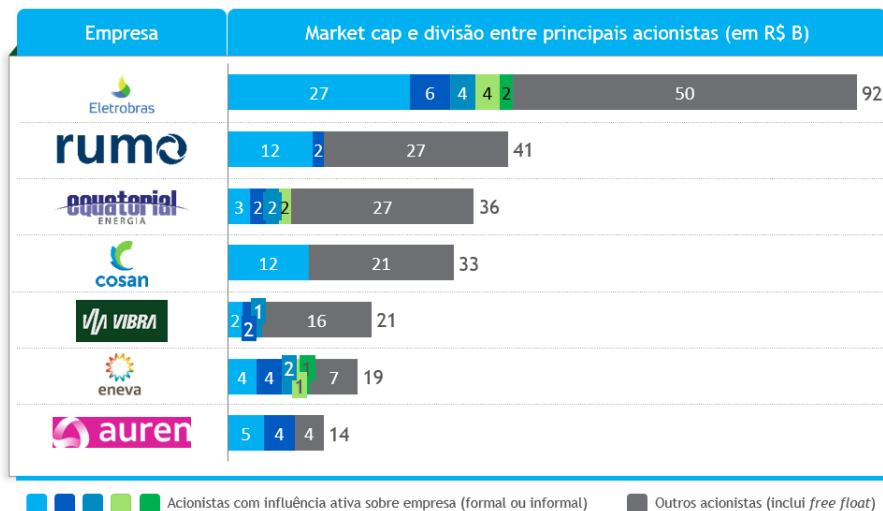
Setor de água ainda em amadurecimento vs. outros setores de infraestrutura como energia e gás

Fonte: BCG

Não bastasse o histórico de transações de M&A com o volume consideravelmente menor, os investidores estratégicos e financeiros têm restrições importantes para participar de transações dessa magnitude considerando o ticket alto da venda direta, seja pelo tamanho, pela alavancagem atual dos players ou pela dificuldade de aprovação de um investimento externo de valor tão elevado e que ainda poderia aumentar visto eventual mudança de controle.

Por outro lado, o modelo de Follow-on diminui os riscos da operação. Nele, o ticket mínimo é reduzido de maneira que cada investidor pode entrar com quantia que desejar, inclusive pessoas físicas funcionários ou não da empresa, em um processo aberto a todos. Há abertura também para acionistas de referência que impactam positivamente na gestão da empresa, como visto nos exemplos abaixo:

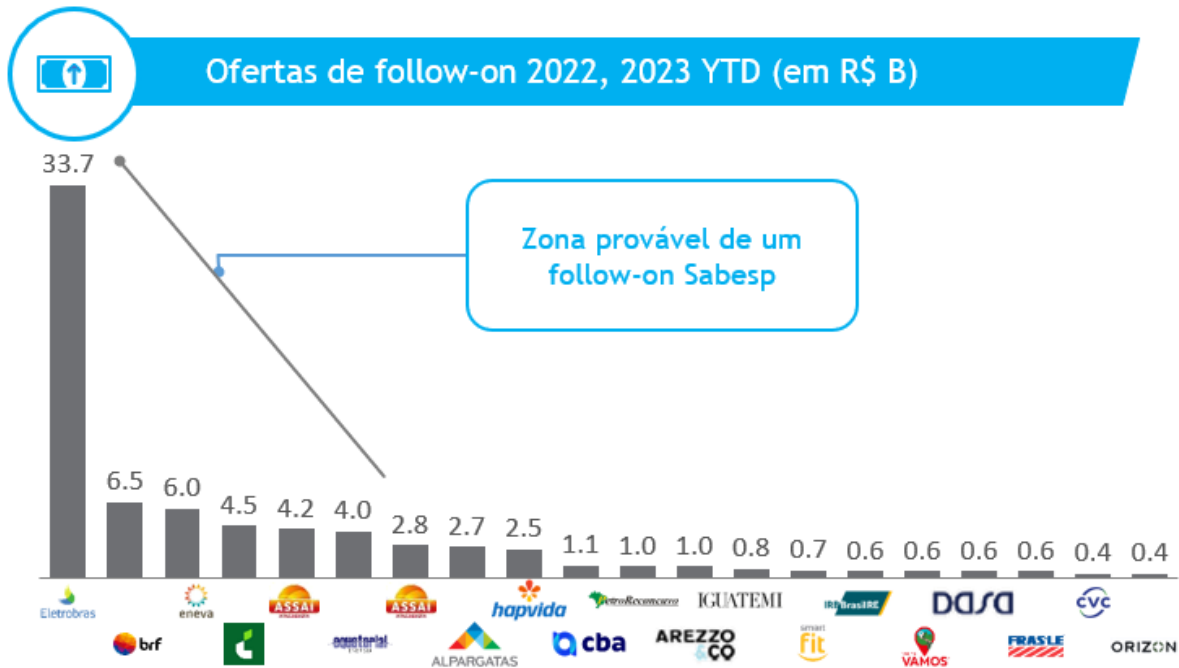
Figura 44 – Tipos de acionistas em empresas referências para operação



Fonte: BCG

Casos recentes no mercado de capitais mostram que o modelo de follow-on possibilita grande transações. Há mais de 10 transações acima de 1 bilhão de reais entre 2022 e 2023. Não existem limites para o número de investidores pois o cheque pode ser tão pequeno quanto necessário.

Figura 45– Valor das ofertas de *follow-on* realizadas nos últimos anos



Fonte: BCG

Considerando o acima exposto, recomenda-se o modelo de follow-on com maior controle (investidores de referência) para a Sabesp. Acredita-se que este modelo pode gerar maior valor presente e futuro e tem maior viabilidade de execução. Ele permite a geração de valor através da gestão privada ao atrair investidores de referência (cruciais em saneamento), como também a democratização do acesso de diversos investidores, desde a pessoas físicas, funcionários ou não, a investidores financeiros. Cria uma corporação independente mas que ao mesmo tempo permite a influência dos acionistas para criar a cultura de longo prazo na gestão da companhia. Evita também que somente um player fique com o negócio e eventualmente o use para fins individuais em detrimento de investir conforme plano. Além disso, ele permite maior viabilidade de execução visto que é mais simples e rápida do que a venda direta, dado o tamanho do ticket e que Sabesp já é listada. Há por fim também um risco reduzido de se acionar mecanismo de tag along, dado que o controle não é trocado para um investidor ou bloco.



4

Regulação

4 REGULAÇÃO

4.1 Introdução

Um dos objetivos da Fase 0 foi analisar os possíveis modelos de regulação e suas potenciais influências na desestatização. Foram mapeados os modelos de regulação vigentes no Brasil para o setor de saneamento e suas características, bem como a atual regulação da Sabesp e experiências internacionais.

Uma vez mapeados os modelos e suas premissas, foram realizadas entrevistas sobre o tema com membros da Sabesp, Governo e Investidores/participantes de mercado com a finalidade de entender a percepção destes entrevistados sobre o tema. O objetivo das entrevistas exploratórias foi levantar os principais temas regulatórios para aprofundá-los na Fase 1 com a Frente Regulatória.

4.2 Modelos Regulatórios no Brasil e no Mundo

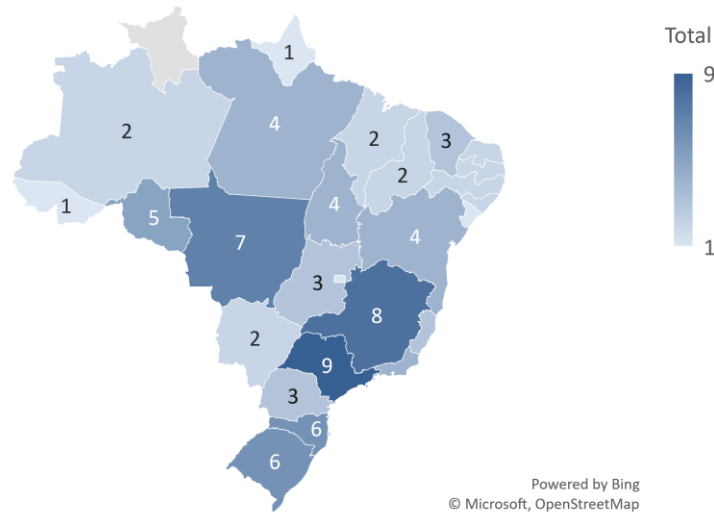
Historicamente, há dois tipos clássicos de regulação no Saneamento Básico, o modelo Francês e o modelo Inglês. O Modelo Francês foi introduzido na década de 20 num processo de descentralização do Saneamento na França. Ele possui como instrumento de regulação o contrato e a base legal, sendo conhecido assim como regulação por contrato. Na implementação deste modelo, decidiu-se na França que a propriedade dos ativos seria pública, enquanto a gestão destes seria privada. A determinação dos riscos a serem alocados varia de acordo com o contrato estipulados entre as partes. Já o modelo Inglês surge na década de 80 num contexto de centralização, no qual a regulação se dava em âmbito nacional e a operação em âmbito regional de acordo com as bacias hidrográficas. A regulação era feita por agência, com metodologia discricionária do tipo Price-cap. Nele, tanto a propriedade quanto a gestão do ativo estão sob a responsabilidade do privado.

Esses países, por serem os pioneiros na regulação do setor, serviram como base para o desenvolvimento regulatório no resto do mundo. No Brasil, tem-se influências de ambos os modelos, variando de acordo com a região. O Novo Marco Regulatório trouxe no seu bojo um planejamento regulatório a âmbito nacional através de uma agenda regulatória a ser implementada pela ANA a nível nacional e pelas respectivas agências infranacionais. As agências infranacionais deverão se adequar à agenda Nacional da ANA, porém continuam a exercer a regulação a nível infranacional.

Atualmente, o Brasil possui 89 entidades infranacionais exercendo regulação sobre prestadores de serviços. O modelo regulatório normalmente está previsto no contrato de programa ou contrato de concessão, que são base da prestação do serviço de Saneamento.

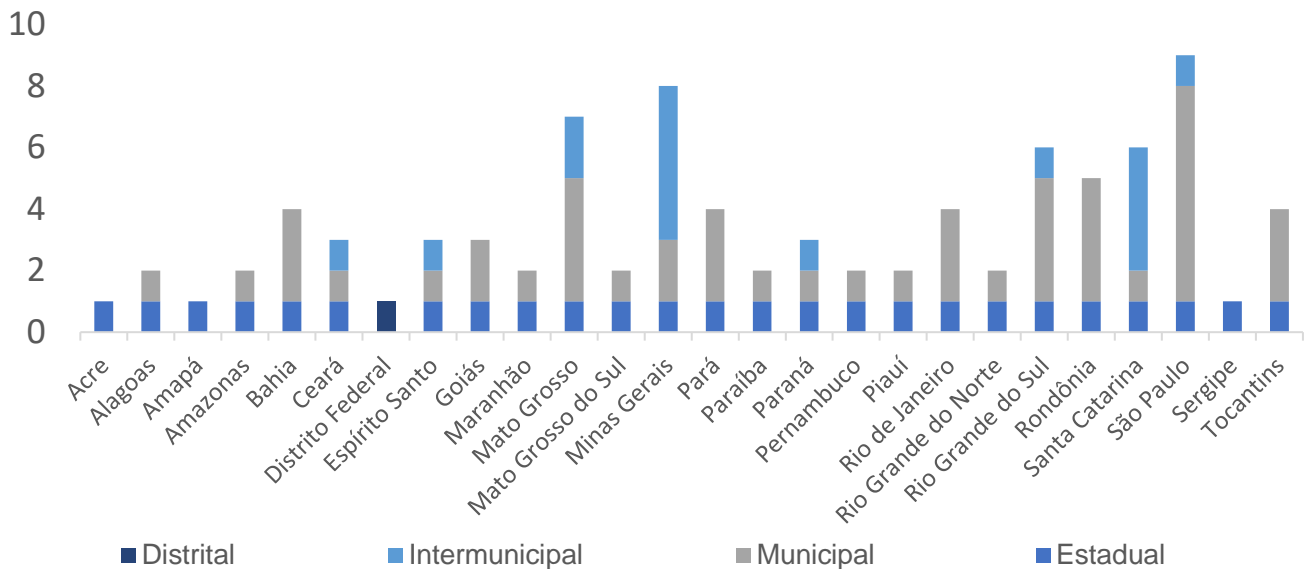
Figura 46 – Entidade Infranacionais brasileiras

Entidades Infranacionais de Regulação de Saneamento Básico



Fonte: IFC

Figura 47 – Tipo de agência por estado brasileiro



Fonte: IFC

Quando analisada a regulação no setor de saneamento básico no Brasil, percebe-se que esta segue os dois tipos de regulação acima abordados: (i) a regulação discricionária e (ii) a regulação contratual.

O modelo de regulação contratual estabelece previamente no bojo do contrato de concessão os termos e condições para sua execução, como preços e regras de reajustes tarifários periódicos, investimentos obrigatórios, alocação de riscos conforme matriz contratual, controle da qualidade e regras de equilíbrio econômico-financeiro, dentre outros. Dentre as vantagens da regulação por contrato, tem-se a simplicidade, a previsibilidade e a menor exposição a riscos regulatórios de mudanças de regras, haja vista a menor discricionariedade do regulador. Parte-se do princípio de que as regras estão definidas no contrato e os riscos

em sua matriz de risco. Ocorrendo algum evento não previsto, o contrato poderá ser reequilibrado para uma das partes através do procedimento de reequilíbrio econômico-financeiro do contrato. Em termos de ponto de atenção desse modelo regulatório, pode-se mencionar: a dificuldade de se antever todos os riscos em disciplina contratual, o que poderia gerar aumentos tarifários reais que costumam ocorrer decorrentes de reequilíbrios econômico-financeiros, da dificuldade de fiscalização do contrato por parte do estado, dentre outros.

O modelo de regulação discricionária, por seu turno, envolve a atuação de entidades reguladoras independentes que definem preços e condições de serviço periodicamente, nas chamadas revisões tarifárias periódicas. É uma regulação do tipo cost based, ou seja, as tarifas são realinhadas aos custos de prestação de serviço periodicamente. Pela perspectiva da regulação de preços e tarifas, de maneira geral, é possível destacar duas metodologias de regulação discricionária principais: a regulação pelo custo do serviço (Cost-Plus) e a regulação por preço-teto (Price-Cap). Dentre os benefícios deste modelo, tem-se a modicidade tarifária através do compartilhamento de eficiências no longo prazo, a presença de um regulador atuante nas revisões periódicas com maior conhecimento dos custos e investimentos e a possibilidade de adaptar a alocação de riscos ao longo do contrato. Por se tratar de regulação a ser exarada por entidade administrativa (agência reguladora, em regra) que edita normas e possui prerrogativas para ajustar a alocação de riscos e eficiências ao longo da prestação de determinado serviço, este tipo de regulação pode gerar incertezas aos investidores, principalmente em relação a premissas de taxas de retorno e considerações de custos e investimentos para fins regulatórios.

4.3 Regulação Arsesp

A Agência Reguladora de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo (Arsesp) é uma entidade multisetorial responsável pela regulação, controle e fiscalização dos serviços de fornecimento de gás canalizado e saneamento básico sob jurisdição estadual, bem como dos serviços de energia elétrica ou saneamento municipal, delegados ao Estado pelos seus titulares. A administração da Arsesp é conduzida por uma diretoria colegiada, composta por cinco membros. Trata-se de uma autarquia de regime especial, dotada de autonomia decisória, administrativa, orçamentária e financeira.

A principal missão da Agência é promover o contínuo aperfeiçoamento e estimular a universalização dos serviços prestados, conciliando qualidade, eficiência e modicidade tarifária. Além disso, busca garantir o equilíbrio econômico-financeiro das concessionárias e a efetiva observância dos contratos de concessão. Atualmente com 25 anos de experiência em regulação e fiscalização de gás canalizado e fiscalização da distribuição de energia elétrica e com dezesseis anos de atuação na regulação dos serviços de saneamento básico, pode-se destacar o amadurecimento técnico observado desde o desenvolvimento das normatizações necessárias, até mesmo o processo e conclusão dos índices de revisão tarifária, que já se encontra no terceiro ciclo, encaminhando-se para o quarto ciclo de revisão tarifária.

Quanto à sua origem, a Arsesp foi estabelecida através da Lei Complementar Estadual nº 1.025/2007, sucedendo a Comissão de Serviços Públicos de Energia (CSPE), autarquia que desempenhou a regulação e fiscalização dos serviços de energia elétrica e gás canalizado desde o ano de 1998, nascendo então a Agência de Regulação de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo – ARSESP.

A Arsesp, como entidade técnica e independente, tem sobre sua competência de regular e fiscalizar os serviços de saneamento básico, incluindo abastecimento de água e esgotamento sanitário, em mais de 30711 municípios de São Paulo. Essa atribuição é efetivada mediante convênios de cooperação firmados entre os entes municipais e o Estado de São Paulo. Dentre os municípios abrangidos, 288 são operados pela Sabesp, um pela BRK Ambiental de Santa Gertrudes e um pela Saneaqua de Mairinque. A atuação da Arsesp também alcança municípios situados nas regiões metropolitanas de São Paulo, que são operados pela Sabesp.

Para garantir o cumprimento adequado dos contratos estabelecidos entre os municípios e os prestadores de serviços de saneamento, a Arsesp desenvolveu normas e procedimentos específicos, englobando aspectos como as condições gerais para a prestação dos serviços de abastecimento de água e esgotamento sanitário, as infrações e penalidades aplicáveis aos prestadores de serviços, os preços e prazos para execução de serviços nas instalações de água e esgoto dos imóveis atendidos, as regras para comunicação de incidentes ou interrupções nos sistemas de abastecimento, o Contrato de Adesão a ser firmado entre usuários e concessionárias, e o Manual de Procedimentos para a fiscalização técnico-operacional e comercial do setor. Além disso, a Arsesp monitora o cumprimento das metas estabelecidas nos contratos de prestação de serviços, tendo como principais indicadores a cobertura dos serviços de água e esgoto, o nível de tratamento de esgoto e o índice de perdas.

Em relação às tarifas do serviço de saneamento praticadas pelas prestadoras, a Diretoria de Regulação Econômico-Financeira e de Mercados da Arsesp atua em dois momentos cruciais: (i) anualmente, de acordo com o que está previsto em contrato, autoriza o reajuste das tarifas; e (ii) a cada quatro anos, realiza a revisão tarifária das prestadoras de serviço, reavaliando, entre outros aspectos, os custos envolvidos e os investimentos efetuados no período anterior, bem como os previstos para o próximo ciclo quadrienal. Adicionalmente, a Arsesp presta contas das atividades de regulação para os municípios por meio de sua Diretoria de Relações Institucionais. Anualmente, elabora e encaminha a cada município um relatório contendo análises sobre o desempenho dos prestadores de serviço em relação à eficiência dos sistemas de abastecimento de água e esgotamento sanitário, bem como o cumprimento de metas e investimentos pactuados nos contratos. A regulação do setor e o estabelecimento da Arsesp como um órgão técnico e independente têm sido fundamentais para promover a expansão e aprimoramento da qualidade dos serviços de saneamento básico em todo o estado de São Paulo.

A partir da fundação da Arsesp, como regulador de saneamento básico, iniciaram as atividades regulatórias com fiscalizações e normatizações técnicas necessárias para desenvolver a regulação. Em 2011, foi iniciado o primeiro processo de revisão tarifária ordinária da Sabesp, a partir do modelo de regulação tarifária adotado no setor de Gás, desenvolvido historicamente no estado, mesmo após a privatização do setor. Assim, a metodologia de revisão tarifária adotada pela Arsesp consiste na definição do preço máximo de equilíbrio, suficiente para remunerar as despesas operacionais, os tributos, os custos de Capital, os demais custos, todos eficientes e prudentes, dentro de um ciclo regulatório específico.

Essa metodologia estabelece um mecanismo de preço máximo (P0) fundamentado nos custos eficientes previstos para o ciclo tarifário da empresa. Isso cria um sólido estímulo para a redução dos custos pela empresa,

¹¹ Cerca de 20 municípios possuem contratos dos anos 90, e que não fizeram convênio de regulação com a Arsesp. Hoje, formalmente, esses municípios não seriam regulados. Mas a tarifa que a Arsesp define pra Sabesp, considera todos os 374, inclusive para efeitos de BRR.

uma vez que qualquer diminuição automaticamente se traduz em maior lucratividade para ela. No atual ciclo, a determinação da tarifa média basear-se-á na busca integral do equilíbrio econômico-financeiro da SABESP.

Isto implica que, para calcular o preço de equilíbrio, serão considerados os custos eficientes associados a todos os serviços oferecidos pela SABESP em todas as concessões. Dessa maneira, obtém-se uma tarifa média, expressa em reais por metro cúbico, que reflete o custo econômico da prestação dos serviços de água e esgoto ao longo de um ciclo tarifário e que sofrerá, anualmente, apenas os reajustes baseados nos critérios definidos em cada ciclo. A regulação proposta concentra-se em estabelecer um limite para a tarifa média que a SABESP pode cobrar, além de definir diretrizes para a estrutura tarifária. A princípio, a estrutura deverá seguir princípios de eficiência alocativa, garantindo que as tarifas reflitam os custos relativos de cada serviço; equidade, buscando assegurar o acesso aos serviços, especialmente para as classes mais desfavorecidas da população; e simplicidade, visando fixar tarifas de forma descomplicada e facilmente compreensíveis pelos usuários.

Ao longo do ciclo tarifário, a tarifa média máxima será ajustada anualmente por meio do seguinte mecanismo: um fator de atualização, fundamentado na evolução do índice de preços, que visa evitar a erosão inflacionária da receita da empresa; um fator de eficiência (denominado Fator X), que transfere parte dos ganhos de produtividade para os usuários através de tarifas mais reduzidas em termos reais; e um fator de ajuste para contemplar as variações na qualidade dos serviços prestados. Este último fator tem o propósito de evitar que os incentivos para redução de custos comprometam os níveis de qualidade do serviço prestado.

O principal embasamento de informações para o cálculo da tarifa durante o ciclo é o plano de negócios a ser apresentado pela empresa no processo de revisão tarifária. Esse plano deve abarcar, no mínimo: projeções de demanda para o período de revisão, desagregadas por tipo e quantidade de usuário, consumo médio, tipo de serviço e área geográfica; plano de investimentos a ser implementado durante o ciclo, com detalhamento adequado identificando grandes projetos segregados por atividade e serviço, e discriminando os investimentos em componentes físicos e monetários; e projeções dos custos operacionais associados aos serviços, alinhados com as projeções de demanda e padrões mínimos de qualidade exigidos. As informações presentes no plano de negócios da SABESP serão complementadas com dados históricos da própria empresa e com informações de empresas e sistemas comparáveis, que permitam avaliar a eficiência relativa da SABESP e auxiliem na definição de padrões e metas de eficiência a serem alcançados ao longo do ciclo tarifário.

Os elementos que compõem o regime de revisão das tarifas são os seguintes: Mecanismo de definição do Preço Máximo, incluindo a duração do ciclo tarifário, o equilíbrio econômico e o equilíbrio financeiro; Tratamento de Atividades não Reguladas; Fator de Eficiência; Regras de reajustes anuais; Tratamento do Regime de Qualidade; Diretrizes da Estrutura Tarifária; e Regras de revisões extraordinárias. Cada um desses elementos é discutido detalhadamente e submetido à consulta pública.

Nesse sentido, a base de remuneração regulatória inicial deve refletir o valor econômico dos bens essenciais para a prestação do serviço. Ao considerarmos a mudança no regime regulatório, como ocorre no caso da SABESP, a base inicial reflete as condições do regime anterior e não do novo. Sob essa perspectiva, a Base de Capital inicial representa um montante monetário que pode ser determinado de forma independente da nova metodologia tarifária. Em 2010, a ARSESP estabeleceu uma metodologia com critérios gerais para definir a base de remuneração regulatória dos ativos da SABESP, com o objetivo de aprimorar o processo de revisão tarifária da concessionária e estabelecer parâmetros iniciais para auditorias realizadas pela ARSESP.

A Base de Remuneração Regulatória também inclui o volume de recursos, materiais e financeiros necessários para o funcionamento dos sistemas de água e esgoto. Esse estoque permanente de recursos constitui o Capital

Circulante necessário, que deve ser dimensionado de acordo com as características dos sistemas de operação e comercialização dos serviços, operando com eficiência. Para calcular o Capital Circulante Remunerável (CCR) que será incluído na Base de Remuneração Regulatória e, conseqüentemente, no cálculo do P0, a ARSESP estabelecerá, em cada ciclo tarifário, um limite máximo baseado nas necessidades mínimas de uma empresa que opere com padrões eficientes na prestação dos serviços.

A remuneração da base de ativos no processo de revisão tarifária é determinada pela taxa de remuneração correspondente ao custo de capital, que será aplicada na remuneração incluída no cálculo das tarifas, visando atender a uma das premissas fundamentais do modelo, que é a suficiência financeira da empresa. A Arsesp calcula a taxa de retorno de capital usando o Weighted Average Cost of Capital ou Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), como feito em revisões tarifárias anteriores. As variáveis que compõem o cálculo do WACC são submetidas a Consulta Pública, e o resultado final, com o percentual de remuneração resultante, é divulgado.

A cada ciclo tarifário, é também calculado e definido o fator X, que replica o efeito dos ganhos de produtividade sobre os preços, como se o agente regulado operasse em um mercado competitivo. A primeira etapa na determinação dos ganhos de eficiência envolve a identificação de uma fronteira de eficiência para o mercado de saneamento. Para isso, é calculada a distância da Sabesp até a fronteira de eficiência estabelecida por meio de um modelo de Data Envelopment Analysis (DEA), baseado no modelo apresentado por Peter Bogetoft e Lars Otto. O modelo DEA é orientado para insumos e inclui na amostra as prestadoras nacionais de serviços de água e esgoto, com abrangência regional (empresas estaduais). Os dados são obtidos do SNIS e consideram uma média de um período específico. Nesse contexto, foram incluídas 26 observações (26 empresas regionais no Brasil). O modelo final leva em conta: Custos Operacionais e Perdas (l/ligação/dia) como insumos, e Ligações de Água, Ligações de Esgoto, Economias de Água, Economias de Esgoto, Volume Medido de Água, Volume de Esgoto Coletado, Volume de Esgoto Tratado e Retornos Não Decrescentes de Escala como produtos.

Uma importante razão para esse procedimento é a evidência de que os resultados obtidos pelo modelo são positivamente tendenciosos. Portanto, calcula-se a fronteira sem viés e, em seguida, normalizam-se os resultados pelo máximo nível de eficiência alcançado. O Fator X seria o resultado da combinação do componente de redução de ineficiências e do ajuste da fronteira. Esse resultado é deduzido anualmente do índice de inflação verificado, ou seja, representa um redutor tarifário.

Todas as metodologias utilizadas pela Arsesp são submetidas a Consulta Pública, buscando a participação social através do debate de cada um dos detalhes contidos em cada normatização proposta. A partir da aprovação, os atos técnicos são orientados por normas regulatórias e os resultados são processados e também submetidos ao entendimento público através do processo de Consulta pública. A potencialidade de certos fatores neste modelo regulatório serem discricionários provoca incerteza aos investidores, já que permite julgamentos e escolhas que podem conduzir a intervenções regulatórias inesperadas, gerando a sensação de insegurança aos investidores.. Esses pontos devem ser diagnosticados, a fim de propor ações que mitiguem e reduzam ações discricionárias não previsíveis, tornando o setor mais estável, com menor risco. Esses pontos podem ser definidos através de normatização específica ou até mesmo em novos termos contratuais.

4.4 Considerações sobre o modelo discricionário atual da Sabesp e o Contratual

Primeiramente, é importante destacar que ambos os modelos possuem seus riscos, não havendo na literatura uma indicação de modelo que prevaleça para o saneamento básico. Durante a Fase 0, foi feita uma análise preliminar da regulação atual discricionária da Sabesp e de uma possível regulação contratual. Esta análise foi aprofundada por meio de entrevistas exploratórias com participantes de mercado e governo. Abaixo, encontram-se resumidos os principais pontos positivos e negativos destes modelos em relação a Sabesp, bem como possíveis considerações a serem exploradas na Fase 1.

O modelo discricionário atual, conforme visto, é baseado em revisões periódicas tarifárias, no qual são definidos os investimentos e custos para o próximo ciclo. Dentre seus pontos positivos destacam-se: a busca por alinhar tarifas aos custos de serviços, o incentivo a investimentos, maior capacidade de lidar com eventos extraordinários, além de ser um modelo amplamente conhecido a nível mundial e pelos atuais investidores. Seus pontos negativos são oriundos do caráter discricionário e conseqüente falta de previsibilidade que ele pode gerar. Este modelo envolve definir taxas de retorno – WACC regulatório – durante a execução do contrato. A definição desta taxa pode variar de acordo com as premissas adotadas para o custo de capital próprio e de terceiros, o que gera insegurança aos investidores. Além disso, a metodologia atual assume upsides ainda não realizados em um caráter regulatório ex ante que pode prejudicar o operador.

O modelo contratual, conforme implementado a título de exemplo nas Concessões do Rio de Janeiro, na Casal e na Cidade de Olímpia, possui como pontos positivos a maior previsibilidade de receitas, na medida que a tarifa é estipulada no início do contrato e corrigida através de índices de inflação ou fórmulas paramétricas. Por ter uma tarifa fixa no início e custos por risco do operador, conforme matriz contratual, acredita-se que o modelo contratual pode incentivar a eficiência operacional de custos, uma vez que ao ser implementada pelo operador, o excedente gerado pela diminuição de custos ficaria com este.

Apesar das vantagens citadas, o modelo contratual traz seus desafios, principalmente em relação a sua execução. Eventual alteração do modelo atual para um modelo contratual demandaria bastante tempo e discussões próprias, que passariam pelo estabelecimento do equilíbrio inicial do contrato levando em consideração cada município e sua base de ativos. Esse procedimento é especialmente complexo para a Sabesp, posto que diversos municípios compartilham infraestrutura e dependem entre si para garantir a segurança hídrica. Outro desafio de eventual mudança regulatória é como tratar as tarifas em diferentes regiões operadas pela Sabesp no modelo contratual considerando que a depreciação neste modelo deverá ocorrer dentro do tempo contratual de cada município.

O modelo contratual também traz desafios no sentido tarifário, uma vez que os mecanismos de reajustes anuais concebem menor controle do regulador sobre as tarifas, que ainda podem aumentar em razão de reequilíbrios econômico-financeiros ocorridos durante a concessão. Se houver alguma mudança relevante na estrutura de custos da companhia, tanto para cima, quanto para baixo, o modelo contratual não engloba facilmente essas mudanças na tarifa, enquanto o modelo discricionário pode se adaptar melhor a eventos extremos, principalmente eventos ambientais que podem demandar resposta rápida e custosa.

No modelo contratual, a relação do fluxo financeiro é essencial para manter a taxa de retorno do modelo equilibrada. Uma vez estabelecendo-se a modelagem inicial, o operador não terá interesse em realizar investimentos mais rápido, já que, em casos em que os investimentos não estiverem bem definidos e seguros,

poderá atrasar esses investimentos para aumentar sua taxa de retorno ou poderá também priorizar investimentos que gerem mais retorno, mas tenham menor benefício social.

A visão geral de investidores é de que alguns pontos do modelo discricionário poderiam ser melhorados e assim trazer maior previsibilidade. Os operadores indicam o mecanismo de maior previsibilidade tarifária como essencial para a atração de investidores. Investidores financeiros comentaram sobre as premissas do WACC regulatória, de glosas de investimentos e custos. Acredita-se que se esses pontos fossem repensados a regulação melhoraria, uma boa regulação tiraria boa parte do risco do modelo discricionário.

4.5 Conclusão

Figura 48 – Regulação e os Modelos de Venda

Decisões estratégicas | Detalhamento em três blocos

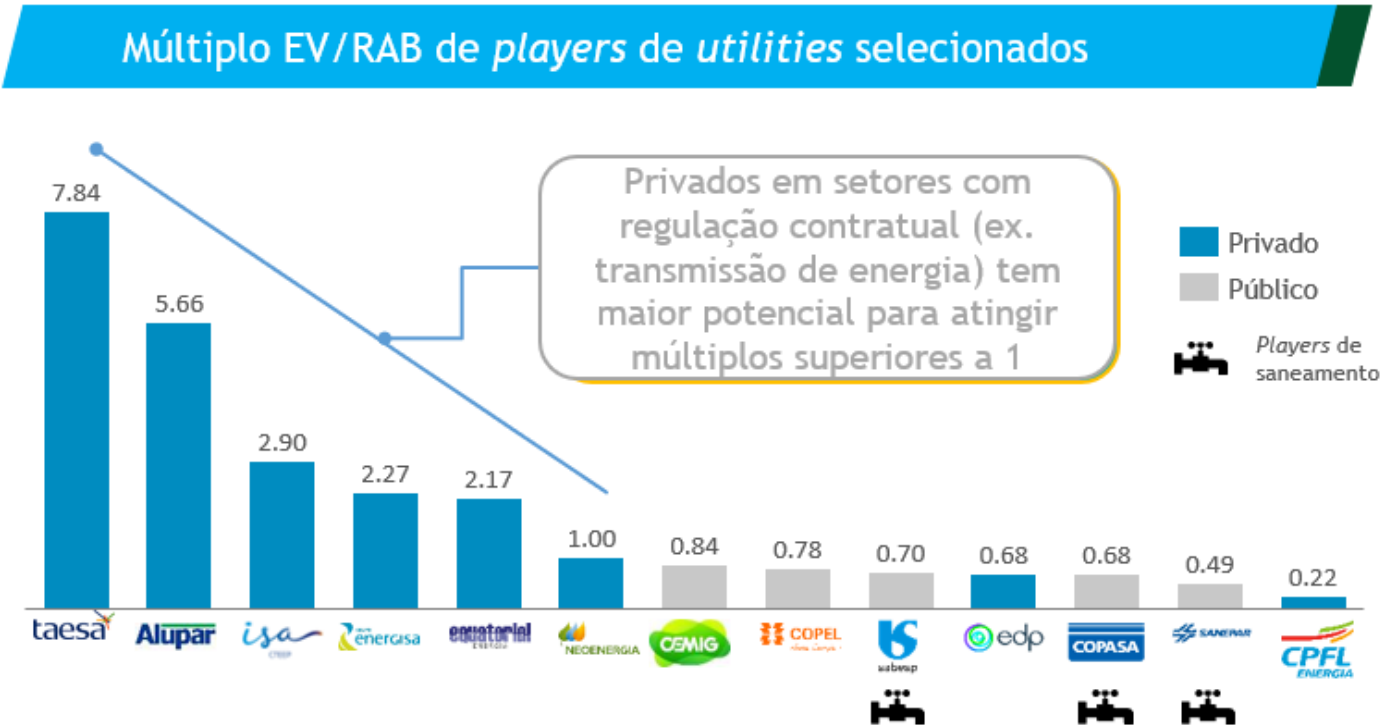


Fonte: BCG

O modelo de regulação a ser adotado no projeto é transversal aos modelos de venda, uma vez que, independentemente da modalidade eleita, poderá ser implementado em ambos os modelos de venda. Sua definição apresenta potencial de agregar valor à transação, desde que as sensibilidades e riscos sejam bem endereçados.

A regulação está intrinsecamente ligada ao *valuation* da empresa. Uma das métricas para se observar a capacidade da empresa gerar valor através de seus ativos regulatórios é o índice Enterprise Value sobre Base de Ativos Regulatórios. Esse índice reflete o quanto a empresa vale em relação aos seus ativos regulatórios. A Sabesp, atualmente, possui um índice de 0,7, o que indica que ela gera menos valor do que sua base de ativos e que no limite novos investimentos não conseguem gerar valor para empresa em seu preço na mesma medida. Isso ocorre, em parte, pela percepção que o mercado tem relacionada a capacidade de geração de valor da empresa dada a regulação atualmente aplicada.

Figura 49 - Múltiplo EV/RAB do setor de *utilities*



Empresas do setor elétrico, principalmente, possuem índices bem superiores que indicam uma maior eficiência dessas empresas de gerar valor dos investimentos através da regulação disponível. Regulações mais maduras tendem a ser mais transparentes e previsíveis o que reflete no valor das companhias. Assim, um dos objetivos da Frente de Trabalho Regulatória durante a Fase 1 será analisar como melhorar a atual regulação no sentido de trazer maior previsibilidade e transparência.

Como visto acima, não se rechaça o atual modelo discricionário, que tem alcançado segurança e maturidade institucional. No setor de saneamento, a regulação discricionária da Arsesp é considerada um bom padrão de mercado. Contudo, deve-se ponderar sobre a necessidade de uma evolução regulatória, como já ocorreu em outros setores, a exemplo do de energia. É razoável que, com o amadurecimento do setor, a regulação passe por aprimoramentos, passe por transformações pontuais, com a finalidade de trazer maior segurança ao setor regulado.

Nesse contexto, ao longo da Fase 1 desta modelagem, serão analisadas as possibilidades de aprimoramentos na atual regulação, com a finalidade de tornar o modelo discricionário atual da Sabesp ainda mais transparente e previsível.



6

Conclusão

5 CONCLUSÃO

O presente relatório buscou trazer a experiência prática e acadêmica, tanto internacional quanto nacional, do setor de saneamento com a finalidade de embasar a recomendação do Modelo de Mercado e de regulação da Sabesp para o GESP. É preciso ter em mente que políticas públicas variam de acordo com as características de cada região, podendo haver até distinções dentro do mesmo país ou estado. Algo que possa funcionar em certa região, não necessariamente pode ser universalizado para todas. Por isso, o presente relatório analisou não só a experiência de outros players e regiões como também as peculiaridades da Sabesp e de sua área de concessão com a finalidade de garantir um serviço de qualidade e a execução de investimentos para todos.

Em primeiro lugar, o relatório descreveu a vantajosidade da desestatização da Sabesp vis à vis mantê-la como empresa estatal. Destaca-se que a modelagem proposta para o projeto envolve a adição de R\$ 10 bilhões de investimentos adicionais (R\$ 66 bilhões no total), adição de 1 milhão de pessoas a mais com serviços de água e esgoto (áreas mais vulneráveis – rurais e irregulares urbanas), antecipação da universalização do Novo Marco Legal em 4 anos (de 2033 para 2029) e redução tarifária a partir do uso de parte dos recursos gerados pela venda das ações do GESP, de modo que não haja impacto no valor da empresa e em seus acionistas. Além disso, o GESP poderá ainda usar recursos para investimentos em políticas públicas correlatas a fim de melhorar a vida do cidadão no estado de São Paulo.

Em segundo lugar, conforme visto ao longo do relatório, recomenda-se as seguintes diretrizes para o projeto, de modo a maximizar o valor da transação para a sociedade paulista e o GESP.

Modelo de Mercado: como descrito ao longo desse relatório, o modelo de follow-on traz um caráter democrático a transação, na medida que todo tipo de investidor, desde fundos e operadores, a pessoas físicas e funcionários da empresa poderão adquirir ações. Se criados mecanismos adequados que viabilizem maior controle, esse modelo pode atrair também acionistas de referência, importantes para atrair outros investidores e garantir a implementação de uma cultura de excelência para empresa. Em termos de execução, pela Sabesp já ser uma empresa listada a nível nacional e internacional, esse modelo pode ser implementado de forma mais rápida e transparente a todos os potenciais participantes. Por estas razões, que foram melhores desenvolvidas no capítulo 3 e ao longo do relatório, recomenda-se o modelo de abordagem híbrida de follow on com acionistas de referência em termos de Modelo de Venda.

Modelo de Regulação: a análise regulatória preliminar mostra que, para parte do mercado de investidores, a atual regulação da Arsesp precisa ser aprimorada, de modo a reduzir incertezas nos parâmetros que são definidos periodicamente por meio da chamada revisão tarifária periódica. Ou seja, a regulação atual da Sabesp deve ser revisada para trazer maior transparência e previsibilidade ao investidor privado e aos consumidores finais. Assim, a atual regulação da Arsesp será aprofundada durante a Fase 1 com proposição de melhorias e aperfeiçoamentos.

Por fim e mais importante, a desestatização permite que o GESP cumpra seus objetivos e que o Saneamento no Estado de São Paulo tenha melhores serviços prestados. A desestatização permitirá a universalização 4 anos antes sem aumentar tarifa, podendo até diminuí-la no curto e longo prazo. A universalização será feita de maneira completa nos municípios e não somente considerando o escopo atual dos contratos da Sabesp com os municípios. A Sabesp poderá ter acesso a diversas alavancas de eficiência operacional que possui apenas de maneira reduzida enquanto pública.