

O novo marco de saneamento básico e a influência no valor percebido das ações: análise da Sabesp e Copasa

NELSON SILVA JUNIOR NELSON
FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS - FGV

JORGE MITIHIDE AKINAGA

VIVIANE MAYUMI ASSATO
UNICAMP - UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

RODOLFO LEANDRO DE FARIA OLIVO

O NOVO MARCO DE SANEAMENTO BÁSICO E A INFLUÊNCIA NO VALOR PERCEBIDO DAS AÇÕES: ANÁLISE DA SABESP E COPASA

RESUMO

Em 24/06/2020 o Senado brasileiro aprovou o novo marco legal do saneamento básico (Projeto de Lei PL 4.162/2019) que seguiu para sanção presidencial. Apesar do novo marco regulatório trazer à tona a questão o aumento de participação da iniciativa privada no setor e aumento da concorrência, cumpre ressaltar a questão do monopólio em virtude do volume de investimentos necessários para implementação de novas redes de água e esgoto.

O presente trabalho analisa principalmente o valor percebido das ações da SABESP e COPASA por meio do método dos múltiplos. A introdução do novo marco regulatório trouxe, entre outras ações, a possibilidade da participação mais efetiva no setor da iniciativa privada, e esta expectativa, de certa forma, vem provocando alterações no valor das ações das empresas estatais que atuam na bolsa de valores. No caso das empresas estudadas, houve uma maior valorização da SABESP.

Palavras-chave: Novo marco de saneamento. Empresas de Saneamento Básico. Método dos múltiplos.

1. INTRODUÇÃO

A pandemia do novo coronavírus ressaltou, ainda mais, a importância de medidas de saneamento básico no país e necessidade de universalização dos serviços: uma medida simples de higiene como lavar as mãos é uma das melhores maneiras do combate à doença.

Além do acesso à água tratada e coleta de esgoto sanitário ser considerado um direito fundamental à população, está comprovado que o acesso a esses serviços garantem crescimento econômico, diminuição da mortalidade infantil e uma economia de gastos públicos de cinco vezes o valor investido (MARGULIES, 2018).

Em 24/06/2020 o Senado brasileiro aprovou o novo marco legal do saneamento básico (Projeto de Lei PL 4.162/2019) que seguiu para sanção presidencial. O projeto baseia-se na Medida Provisória (MP) 868/2018.

Além da meta de universalização dos serviços até 2033, o PL 4.162/2019 prorroga o prazo para o fim dos lixões, facilita a participação de empresas privadas no setor e extingue o modelo atual de contrato entre municípios e empresas estaduais de água e esgoto: passa a ser obrigatória a abertura de licitação, envolvendo empresas públicas e privadas; os contratos em vigor passam a ser concessões com a empresa privada que ventura venha assumir a estatal. Até a atualidade, as companhias obedecem a critérios de prestação e tarifação, mas podiam atuar sem concorrência. (AGÊNCIA SENADO, 2020).

Atualmente o atendimento dos serviços de saneamento básico no Brasil está, em sua grande maioria, centrado em empresas estatais. Um dos grandes pontos de oposição na votação do projeto foi a exigência de licitações e as metas de desempenho para contratos que prejudicariam as empresas públicas, que ficam mais perto da privatização (OLIVEIRA & BATISTA, 2020).

A expectativa do mercado de privatização das empresas de saneamento, segundo Gomes (2020), fez com que os papéis ON de SABESP e Units da SANEPAR ficassem em alta de 12 e 16% somente em junho, sendo que o índice Bovespa subiu bem menos (7%) no período. As

empresas listadas na Bolsa de Valores B3, antiga BM&F Bovespa, no segmento água e saneamento são: CASAN, SABESP, COPASA, SANEPAR, IGUA SA e SANESALTO.

Apesar dos investidores formarem suas expectativas sobre os fluxos de caixa futuros das empresas, considerando as informações quantitativas e qualitativas a que têm acesso, sabe-se que, segundo a teoria, o valor de uma empresa deverá ser igual ao valor presente de seus fluxos de caixa esperados considerando-se o adequado custo de capital.

Dessa forma, procura-se identificar, se para as empresas de saneamento o valor praticado nas ações das empresas representa um valor justo, que reflete o balanço patrimonial das empresas. Neste estudo serão analisadas as empresas que atual no estado de São Paulo (Sabesp) e no estado de Minas Gerais (Copasa).

No mais, o presente trabalho está estruturado em 5 capítulos. O primeiro, a introdução, expõe o contexto do tema aqui abordado, a justificativa e a descrição dos objetivos principais e secundários a serem alcançados. O segundo, demonstrará o contexto investigado, explicando como foi formado o setor de saneamento no Brasil, através da evolução das legislações até o projeto de lei em questão, os números do setor e descritivo das empresas estudadas. O terceiro, descreve a questão da concorrência no setor. O quarto, analisará os dados das empresas, com base na avaliação de múltiplos. O quinto e último, trará breve relato quanto às conclusões alcançadas.

2. FUNDAMENTAÇÃO E DISCUSSÃO

2.1 A evolução dos planos de saneamento e o Projeto de Lei PL 4.162/2019

As origens do atual sistema de saneamento básico brasileiro remontam à criação do PLANASA (Plano Nacional de Saneamento) pelo governo federal em 1970. O PLANASA incentivou a criação de 27 companhias estaduais de saneamento básico (CESB), juridicamente constituídas como sociedades de economia mista, embora a competência para a prestação do serviço público de saneamento básico fosse dos Municípios. Essa divisão não era relevante à época uma vez que o governo federal era o detentor dos recursos financeiros. (LONGO FILHO, 2020)

As CESBs eram as responsáveis pela execução das obras e operação dos sistemas. O financiamento era realizado através do Banco Nacional de Habitação (BNH), órgão responsável pela administração do Sistema Financeiro de Saneamento (SFS), que realizava os empréstimos com recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS (SAIANI & TONETO JUNIOR, 2010).

Conforme explica Vasques (2020, p.5), apesar dessa estrutura ter “*permitido vultuosos investimentos entre 1970 e 1980, passando de 11,9 milhões para 49,6 milhões o número de pessoas atendidas por abastecimento de água e de 6,1 milhões para 17,4 milhões aquelas beneficiadas por sistemas de esgotamento sanitário*”, as intervenções do governo federal no controle tarifário para reduzir a inflação impactavam a gestão das CESBs.

Ainda na década de 80, diversos fatores fizeram com que o Banco Nacional de Habitação entrasse em crise, levando à extinção em 1986, contribuindo para o decaimento do PLANASA em seus objetivos, até seu encerramento por completo em 1992. Apesar dos grandes avanços obtidos no país, segundo Vasquez (2020) o programa privilegiou investimentos no abastecimento de água, em detrimento do esgotamento sanitário (devido a maior rentabilidade e menor custo de investimento), além disso concentrou recursos nas cidades mais populosas das regiões mais ricas do país (Sudeste e Sul).

A redemocratização do país com a Constituição de 1988 e o fim do PLANASA fizeram com que os Municípios e Estados voltassem a ter autonomia política, administrativa e financeira. Conforme explica Longo Filho (2020, p. 192), as CESB acabam-se “*tornando-se inteiramente responsáveis pela definição de prioridades tecnológicas e estratégias de expansão*”.

Com isso, passou-se a incentivar também uma maior participação da iniciativa privada (desestatização) e dos governos subnacionais (descentralização) nas decisões, no financiamento e na provisão dos serviços (SAIANI & TONETO JUNIOR, 2010). Os anos após a PLANASA e anteriores à lei de 2007 foram de baixa capacidade de investimento.

Em 2007, entra em vigor a Lei nº 11.445/2007 conhecida como a Política Nacional de Saneamento que estabeleceu as diretrizes para a regulação do setor. Porém, diferente do PLANASA, o novo regramento limitou-se a estabelecer diretrizes para a articulação entre atores e suas responsabilidades, a despeito do arranjo institucional. O planejamento dos serviços de saneamento ao invés de realizados pela empresa prestadora de serviços, passa a ser executado pelo município; e, o prestador de serviços (público ou privado) deveria adequar seus serviços para atendimento da unidade reguladora.

Como explica Vasques (2020), apesar dos incentivos à privatização do setor, houve uma substantiva retomada do investimento público mediante, por exemplo, a implementação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC).

Previsto na Lei nº 11.445/2007 e regulamentado pelo Decreto nº 7217/2017, o PLANSAB (Plano Nacional de Saneamento Básico), trouxe um levantamento e análise das Bases legais e competências institucionais, relacionadas ao saneamento básico. Dentre as principais metas de curto, médio e longo prazo: alcance de 99% de domicílios abastecidos por rede de distribuição ou por poço ou nascente, com canalização interna, sendo 100% na área urbana, de 92% de domicílios servidos por rede coletora ou fossa séptica, sendo 93% na área urbana, de 100% da coleta direta de resíduos sólidos dos domicílios urbanos, e de 100% de domicílios com renda de até três salários mínimos mensais que possuem unidades hidrosanitárias. (MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO REGIONAL).

Em 2018, visando atrair investimentos para o setor e atendimento às metas, o governo elaborou duas Medidas Provisórias para atualizar o marco regulatório do setor de saneamento básico (MP 844/2018 e MP 868/2018), mas ambas expiraram antes de serem votadas no Congresso.

Somente em 24/06/2020 o Senado brasileiro aprovou o novo marco legal do saneamento básico (Projeto de Lei PL 4.162/2019) que seguiu para sanção presidencial. O projeto baseia-se na Medida Provisória (MP) 868/2018.

O novo marco regulatório traz mudanças significativas para o setor, conforme apontado pelo Senado Federal (AGÊNCIA SENADO, 2020):

- i. os estados deverão formar blocos de municípios para contratar os serviços de forma coletiva; cidades que não optarem por ingressar no bloco, podem licitar sozinhas;
- ii. a concessão dos serviços deverá passar por licitação obrigatória, onde as companhias estaduais concorrerão com empresas privadas;
- iii. famílias de baixa renda poderão receber subsídios para os custos de serviços e gratuidade na conexão à rede de esgoto;
- iv. o prazo para encerramento dos lixões a céu aberto fica estendido até 2021 (era 2018) para as capitais e região metropolitana e 2024 (era 2021) para municípios com até 50.000 habitantes;
- v. cobrança de tarifas executadas pelo município para serviços de podas de árvores, varrição de ruas e limpeza de bocas de lobo;

- vi. todos os contratos deverão atingir meta de universalização dos serviços até o final de 2033, com 99% da população atendida para fornecimento de água potável e 90% para coleta e tratamento do esgoto;
- vii. as empresas assumirão compromisso de não interrupção dos serviços, com redução de perdas e melhorias nos processos de tratamento;
- viii. a regulação do saneamento fica a cargo da ANA (Agência Nacional de Águas e Saneamento Básico) mas ficam mantidas as agências de regulação locais;
- ix. torna ilimitada a participação da União em fundos de apoio à estruturação de parcerias público-privadas (PPPs), para facilitar a modalidade para os estados e municípios. Atualmente, o limite de participação do dinheiro federal nesses fundos é de R\$ 180 milhões

Com o novo marco regulatório do saneamento básico o governo espera uma melhoria nos indicadores de atendimento dos serviços, com metas de universalização para as empresas, o que poderá demandar uma competição equilibrada no setor com o fim dos chamados contratos de programa (fechados entre municípios e empresas estaduais de saneamento sem licitação), exigindo que os atendimentos aos municípios tenham que ser licitados.

A competição no mercado do saneamento básico terá um como base os investimentos para universalizar o serviço, cujos índices de atendimento atuais, de acordo com os dados do Sistema Nacional de Informações sobre Saneamento (SNIS – base 2018) são apresentados no Quadro 1.

Quadro 1 – Porcentagem e quantidade da população sem acesso aos serviços

Serviço de saneamento	Porcentagem da população sem acesso	Pessoas sem acesso
Abastecimento de água	16,38%	35 Milhões
Coleta de esgoto	46,85%	100 Milhões

Fonte: SNIS, 2019

Os números demonstrados no Quadro 1 indicam que o país ainda tem muito o que avançar. O tratamento dos esgotos sanitários também será um desafio para as empresas, uma vez que somente 46% do volume gerado de esgoto no país é tratado.

Os contratos de programa que já estão em vigor serão mantidos e, até março de 2022, poderão ser prorrogados por 30 anos desde que comprovem viabilidade econômico-financeira, ou seja, as empresas devem demonstrar que conseguem se manter por conta própria — via cobrança de tarifas e contratação de dívida.

Hoje o serviço de saneamento é prestado por 26 empresas públicas estaduais. O texto aprovado pelo Senado, define a regionalização dos serviços por meio do apoio à formação de blocos de concessão reunindo vários municípios, visando aumentar a concorrência e incentivar investimentos no setor.

Segundo o Ministério da Economia (2020), o secretário de Desenvolvimento da Infraestrutura da Sepec, destacou que “o novo marco legal do saneamento básico deverá atrair mais de R\$ 700 bilhões em investimentos, que poderá gerar em média 700 mil empregos no país ao longo dos próximos 14 anos”. Além disso, segundo informações do Ministério da Economia, o secretário também informou que “os estados que decidirem privatizar as suas empresas no novo modelo aprovado pelo Marco Regulatório, além da injeção de investimento privado e da geração de empregos, conseguem receber até R\$ 140 bilhões que poderá ser usado na retomada”.

2.2 Informações dos números do setor de saneamento básico no Brasil

As Sistema Nacional de Informações sobre Saneamento (SNIS) de 2018, mostram que as empresas em operação no Brasil são responsáveis por um índice de atendimento total com rede de abastecimento de água de 83,6% e um índice de atendimento total com rede de esgotos de 53,2%, sendo maior para a rede urbana, 60,9%.

Quadro 2 – Níveis de atendimento com água e esgoto dos municípios com prestadores de serviços participantes do SNIS em 2018

Macrorregião	Índice de tratamento com rede (%)				Índice de tratamento dos esgotos (%)	
	Água		Coleta de esgotos		Gerados	Coletados
	Total	Urbano	Total	Urbano	Total	Total
Norte	57,1	69,6	10,5	13,3	21,7	83,4
Nordeste	74,2	88,7	28,0	36,3	36,2	83,6
Sudeste	91,0	95,9	79,2	83,7	50,1	67,5
Sul	90,2	98,6	45,2	51,9	45,4	95,0
Centro Oeste	89,0	96,0	52,9	58,2	53,9	93,8
Brasil	83,6	92,8	53,2	60,9	46,3	74,5

Fonte: SNIS, 2019

Os dados mencionados no Quadro 2 demonstram que ainda não foi alcançada a universalização dos serviços de saneamento para toda a população brasileira, com necessidade de ampliação do nível de atendimento principalmente para as regiões Norte e Nordeste. Analisando a evolução do índice de atendimento com rede de água e esgoto nos últimos 5 anos, verifica-se que não houveram grandes avanços no nível de atendimento, conforme Quadro 3.

Quadro 3 – Evolução do Índice de Atendimento

Índice de atendimento com rede	2014	2015	2016	2017	2018
Água (%)	83	83	83	83	83
Coleta de esgoto total (%)	49	50	51	52	53

Fonte: SNIS, 2014-2019

Apesar do pouco avanço no índice de atendimento nos últimos 5 anos, segundo Vasquez (2020, p.8), os números do SNIS indicam que “saímos de 116,8 milhões de pessoas atendidas por abastecimento de água e 55 milhões por esgotamento sanitário em 2000 para, respectivamente, 147,7 e 82,7 milhões em 2010 e 167,7 milhões e 105,2 milhões em 2017”. Dessa forma, apesar das conquistas nas últimas décadas, os números dos últimos 5 anos podem indicar uma estagnação nos investimentos no setor, muito provavelmente, pela baixa capacidade de investimentos por parte dos estados e municípios.

2.3 Companhia de Saneamento de Minas Gerais – COPASA

A Companhia de Saneamento de Minas Gerais (COPASA) é uma empresa pública de economia mista e capital aberto que atua no abastecimento de água e saneamento básico do Estado brasileiro de Minas Gerais.

De acordo com o site da empresa (COPASA, 2020), em 1963 foi criada a COMAG (Companhia mineira de água e esgoto) para fornecer abastecimento de água e esgoto sanitário aos municípios do estado de Minas Gerais. Com as incorporações municipais (inclusive do

DEMAE, Departamento Municipal de Águas e Esgoto do Belo Horizonte), a COMAG alterou o nome social para Companhia de Saneamento de Minas Gerais - COPASA MG.

A COPASA atingiu, em dezembro de 2017, 636 concessões para a prestação dos serviços de abastecimento de água, atendendo a 11,5 milhões de pessoas por meio de 5,2 milhões de economias. Em relação aos serviços de esgotamento sanitário, o número de concessões em 31 de dezembro de 2017 era de 302. Na mesma data, eram atendidos 7,8 milhões de pessoas com serviços de esgoto, por meio de 3,5 milhões de economias (COPASA, 2020).

A COPASA conta, ainda, com uma subsidiária, atuando especificamente na região semiárida do Estado, a COPANOR – Serviços de Saneamento Integrado do Norte e Nordeste de Minas Gerais.

A COPASA MG possui ações na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão, negociadas pelo código CSMG3, e, integrante do Novo Mercado, segmento que exige maior compromisso com regras de transparência e governança corporativa.

2.4 Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP

A SABESP foi criada em 1973 e é uma sociedade de economia mista que atua na área de saneamento. Ela é responsável pelo fornecimento de água, coleta e tratamento de esgotos de 370 municípios do Estado de São Paulo. A companhia atende 27,9 milhões de pessoas com abastecimento e 22,8 milhões com tratamento de esgoto (SABESP).

No segmento de esgotos não domésticos, a Companhia é sócia da Estre Ambiental, na empresa Attend Ambiental. A empresa também atua no segmento de água de reuso obtida a partir do tratamento de esgotos. Ela produz, fornece e comercializa diretamente o produto por meio de suas próprias estações. Como sócia na Aquapolo Ambiental, abastece o Polo Petroquímico de Capuava (SABESP).

No segmento de energia elétrica, criou a Paulista Geradora de Energia S.A., em sociedade com as empresas Tecniplan Engenharia e Servtec. (SABESP)

A empresa ainda atua com consultoria sobre uso racional da água, planejamento e gestão comercial, financeira e operacional, com prestação de serviços no Panamá, Honduras, e Nicarágua, sendo nos dois primeiros países em parceria com a Latin Consult (SABESP).

Para o período 2020-2024, a empresa planeja investir aproximadamente R\$ 20,2 bilhões. O foco será na ampliação da disponibilidade e segurança hídrica, sem prejuízo dos avanços conquistados nos índices de coleta e tratamento de esgotos (SABESP).

As ações da companhia são todas ordinárias, com direito a voto, negociadas no segmento Novo Mercado da B3 (SBSP3) e também está no mercado fracionado (SBSP3F). (INFOMONEY, 2020)

O capital foi aberto em oferta pública de ações no ano de 2002. Suas ações também passaram a ser negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), na forma de ADRs. Em 2004 foi realizada nova oferta pública para distribuição simultânea, no mercado brasileiro e internacional. Em 2017 foi aprovada a Lei Estadual 16.525/17. Com ela, o governo de São Paulo ficou autoriza a constituir uma Sociedade Controladora para abrigar a totalidade das ações que possui (INFOMONEY, 2020).

2.5 A questão da concorrência no setor de saneamento

O setor de saneamento (serviços de água e esgoto) se caracteriza não pela irrelevância da concorrência, mas porque ela é inviável. Conforme Madeira (2010), não é eficaz no sentido econômico, nem no sentido espacial, a existência de duas empresas atuando no setor de água e esgoto numa mesma cidade, o que geraria uma duplicação das redes de abastecimento e esgotamento; além disso, a estrutura do setor não permite a desverticalização. Trata-se,

portanto, de algo diferente do setor das telecomunicações, onde várias empresas podem atuar numa mesma região.

Os serviços de água e esgoto são de utilidade pública e, por isso, as tarifas cobradas no fornecimento desses serviços devem ser suficientes para cobrir os custos da empresa, garantir novos investimentos e manutenção adequada, além de assegurar que toda a população seja atendida, inclusive as famílias de baixa renda que, porventura, não tenham condição de pagar o serviço (Madeira, 2010, p.127).

Neste sentido, nos setores de infraestrutura, a existência de monopólios acaba sendo quase uma regra. Devido aos altos investimentos necessários para iniciar a operação e o tempo elevado para retorno do investimento, a empresa necessita de grandes economias de escala. Essas características fazem com que nesses setores só se tenha a presença de uma única firma, constituindo um monopólio natural (MADEIRA, 2010).

Dessa forma, cabe o entendimento que a nova proposta não amplia a concorrência no setor, mas em caso de vencimento na licitação por uma empresa privada, realiza a transferência de um monopólio do estado para o setor privado.

Além disso, como poderão ser formados blocos para licitação, onde cada município poderá decidir se entrará ou não, corre-se o risco de que áreas mais rentáveis (capitais e regiões metropolitanas) fiquem com a iniciativa privada; essas empresas privadas poderão não se interessar por áreas rurais ou periferias, onde o investimento será maior e a rentabilidade menor e, conseqüentemente, essas áreas ficarão como responsabilidade do estado.

Segundo o estudo denominado "*Our Public Water Future*" (KISHIMOTO et al, 2015) entre o período de 2000 a 2015, 208 cidades de 37 países tiveram seus sistemas de saneamento "remunicipalizados". Entre essas 208 cidades, estão inclusas grandes cidades como Berlim (Alemanha), Buenos Aires (Argentina), Paris (França) e Atlanta (Estados Unidos). O estudo indica que em 40% desses casos houve rompimento unilateral por parte do Estado, enquanto em 44,7% os contratos acabaram e as prefeituras optaram pela estatização.

O estudo denominou a remunicipalização como sendo frequentemente uma reação coletiva, devido a uma experiência direta de problemas comuns da gestão privada da água - desde a falta de investimentos em infraestrutura até aumento de tarifas e riscos ambientais - o que acabou convencendo comunidades e decisores políticos de que o setor público está em melhor posição para prestar serviços de qualidade aos cidadãos e promover o direito humano à água e à água sustentável desenvolvimento (KISHIMOTO et al, 2015).

Um estudo nacional realizado por Margulies (2018) buscou encontrar evidências empíricas comparando o setor público e o setor privado. Segundo o estudo realizado pela autora, as empresas públicas fornecem um serviço a tarifas menores e possuem um índice de atendimento maior. Porém, as empresas públicas ainda possuem indicadores de tratamento esgoto e fluoretação de água inferiores aos de empresas privadas. Contrariando algumas das hipóteses defendidas inicialmente pela autora, o trabalho dela demonstrou que as empresas privadas têm mais despesa por metro cúbico faturado, maior grau de endividamento, pior margem de serviço da dívida e piores indicadores de liquidez.

Independente da natureza jurídica (público x privado), os desafios para o setor de saneamento (serviços de água e esgoto) são os mesmos para as empresas: utilizar os recursos naturais de maneira ambientalmente sustentável e economicamente eficiente, garantindo um fornecimento de serviços com qualidade de maneira a melhorar a qualidade de vida da população.

2.6 Os indicadores da Sabesp e Copasa

Nesta seção serão demonstrados alguns indicadores de eficiência operacional, qualidade de atendimento, investimentos das empresas estudadas em comparação com os dados do Brasil, para que se possa ter um melhor panorama institucional das empresas.

O intuito é demonstrar como as duas companhias maiores empresas do setor, em operação no país, estão em comparação à média nacional (quando existente no SNIS) e nos melhores e piores casos.

Perda de água

As perdas de água são inerentes a qualquer sistema de distribuição, porém uma vez que representam perda de recursos naturais, operacionais e de receita das companhias devem ser minimizados. O SNIS mede o índice de perdas na distribuição através dos seguintes indicadores: em percentual – Índice de perdas na distribuição (IN049); em litros por ligação ao dia – Índice de perdas por ligação (IN051); e em metros cúbicos por quilômetro de rede ao dia – Índice bruto de perdas lineares (IN050). O diagnóstico do SNIS indica que apesar de existirem critérios diferentes para calcular a perda de água, o Japão possui percentual de perda de 10% e Austrália e Nova Zelândia possuem índices ainda menores.

O IN049 é de um indicador volumétrico da água na distribuição perdida, em relação à água produzida. Com base nos dados de 2018 do SNIS, tem-se as informações do Quadro 4. SANEAGO e CAER foram incluídas no quadro por serem, respectivamente, as companhias com menor e maior índice de perda na distribuição.

Quadro 4 – Índice de perdas na distribuição (IN049) por prestador de serviço

Brasil	Saneago/GO	Sabesp/SP	Copasa/MG	Caer/RR
38,5%	29,2%	31,9%	39,8%	73,4%

Fonte: SNIS, 2019

O IN051 avalia as perdas de água considerando o número de ligações ativas de água, o que confere ao indicador melhores condições de avaliar a eficiência operacional dos prestadores de serviços.

O Quadro 5 apresenta as companhias com o maior e menor índice, o índice do Brasil, das empresas estudadas e também os valores para as empresas que apresentaram maior e menos IN049. Apesar do índice para a Sabesp e Copasa ainda serem mais que o dobro da Copanor, que apresentou melhor resultado, as empresas possuem um índice inferior em comparação com a média nacional.

Quadro 5 – Índice de perdas por ligação (IN051) por prestador de serviço

Brasil	Copanor/MG	Saneago/GO	Copasa/MG	Sabesp/SP	Caer/RR	Caesa/AP
339,3	115,1	147,8	248,4	291,4	1.429,8	1.676,4

Fonte: SNIS, 2019

Investimentos

Segundo artigo na (SANEAMENTO AMBIENTAL, 2019), os investimentos em saneamento básico vêm caindo. No Brasil a iniciativa privada no setor está presente em apenas

6% dos municípios, e mesmo limitada a essa participação, ela corresponde a 20% dos recursos investidos no setor.

Apesar dos investimentos terem reduzido nos últimos anos na média nacional, a SABESP apresentou um aumento no volume de investimento de 2017 para 2019, e a COPASA manteve no período a média de 630 milhões de reais em investimentos. Os dados apresentados no Quadro 6 foram obtidos do balanço das empresas estudadas.

Quadro 6 – Valores de investimentos (Valores em milhares de Reais)

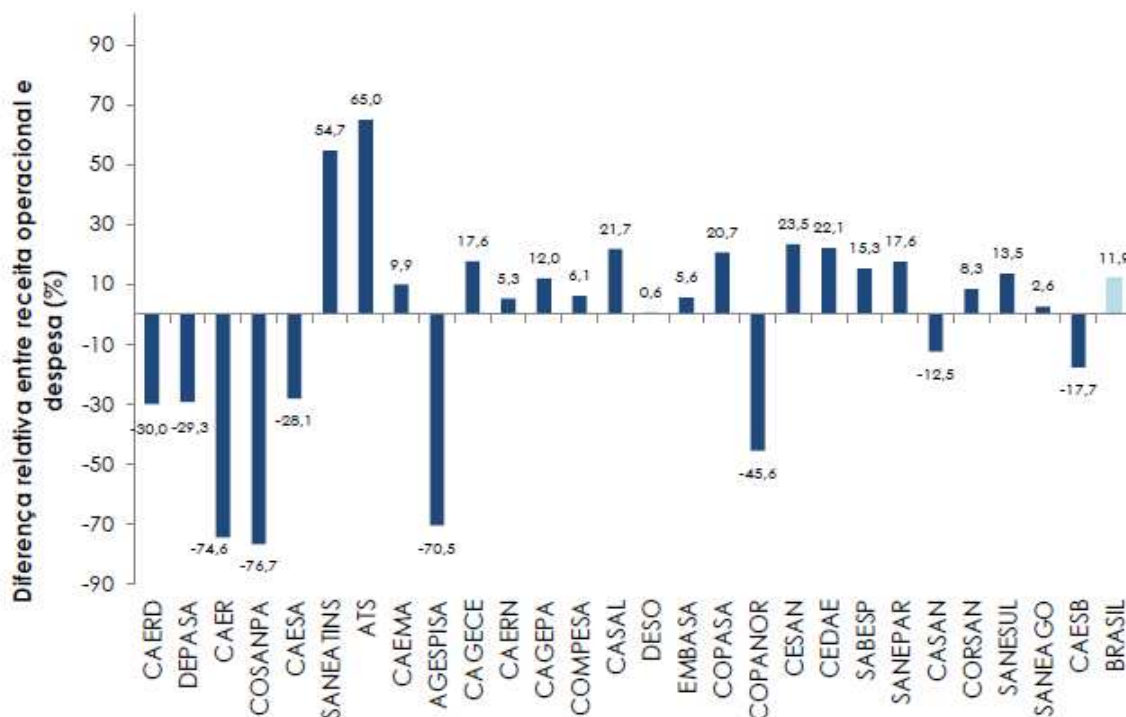
Empresa/Ano	2015	2016	2017	2018	2019
SABESP	3.481.800	3.877.700	3.387.900	4.177.400	5.068.000
COPASA	963.000	428.000	539.000	732.000	620.000

Fonte: SABESP e COPASA, 2020

Receita e despesa

O Gráfico 1 apresenta a diferença relativa entre a receita operacional total e a despesa total com os serviços para 26 dos 28 prestadores de serviços regionais (foram excluídos a COSAMA/AM e CAESA/AP). De acordo com o gráfico, a SABESP e COPASA possuem receita operacional maior que a despesa total com serviços, com índices de superávit, respectivamente, de 15,3% e 20,7%, em comparação com o 11,9% da média nacional.

Gráfico 1 - Diferença relativa entre receita operacional total e despesa total por prestador



Fonte: SNIS, 2019

2.7 Análise de Múltiplos

O processo de avaliação de um ativo, mesmo sendo efetuado através de modelos matemáticos, envolve julgamentos subjetivos o que torna o processo sujeito a erros e incertezas. O retorno de um ativo é calculado com base numa expectativa de resultados futuros esperados, ou seja, uma previsão passível de incertezas. (ENDLER, 2004)

O presente trabalho irá avaliar do ponto de vista da teoria de valores múltiplos duas empresas do setor com ações ordinárias na bolsa de valores, Sabesp e Copasa. O intuito é avaliar alguns parâmetros que ajudarão a compreender como o marco regulatório influenciará nas decisões de investimentos de longo prazo.

Como se sabe, as privatizações são consideradas informações relevantes na ótica do mercado. Isso altera a visão dos investidores em relação ao risco implícito e à rentabilidade financeira prevista, o que faz com que o valor dessas empresas seja reequilibrado pelo mercado em função da nova expectativa de retorno financeiro delas (GALDI & GONÇALVES, 2018). A análise de múltiplos apresentada nos subitens a seguir, permitirá verificar como foi a avaliação feita pelo mercado.

Existem basicamente 3 métodos para se avaliar uma empresa: Fluxo de Caixa Descontado; Avaliação Relativa (Múltiplos); Avaliação Contingencial (Opções Reais).

Segundo Damodaran (2007), um múltiplo mede a relação entre estimativa do valor da empresa e uma medida de receitas, ganhos (EBIT e EBITDA) ou valor contábil no denominador. O método dos múltiplos, parte do princípio que ativos com os mesmos fluxos de caixas, riscos e possibilidade de crescimento futuro (investimentos) possuem mesmo valor.

Damodaran (2007, p.164) indica que os principais motivos da popularidade dos múltiplos são: “*o uso de múltiplos e comparáveis demanda menos tempo e recursos do que a avaliação de fluxo de caixa descontado; é mais fácil vender; é mais fácil defender; imperativos do mercado*”.

Ainda segundo o autor, as vantagens também têm suas fraquezas: a facilidade da avaliação relativa pode levar a estimativas inconsistentes de valor (variáveis como risco, crescimento ou potencial de fluxo de caixa são ignorados); o fato de refletir tendências de mercado faz com que o valor esteja alto quando o mercado está superavaliado; falta de transparência nas premissas podem levar à resultados tendenciosos e manipulados.

Para a análise deste trabalho, foram utilizados os dados de balanço das empresas disponíveis.

2.7.1 Múltiplo de preço – EV/EBITDA

Através dos dados de balanço, foram resgatados os valores de mercado das empresas e ganhos e EBITDA de 2019.

O valor de mercado (EV- *Enterprise Value*) é considerado a soma do valor de mercado do patrimônio líquido (PL) com o valor de mercado da dívida.

Quadro 7 – Dados de Balanço das empresas de 2019 (Valores em milhares de Reais)

Ano base 2019	Sabesp/SP	Copasa/MG
Valor mercado -PL	41.393.358	8.617.802
Valor de mercado da dívida	11.853.732	2.671.799
Valor de mercado - EV	53.247.090	11.289.601
EBIT	5.711.623	1.156.199
EBITDA	7.510.500	1.758.469

Fonte: SABESP e COPASA, 2020

Serão analisadas as medidas de ganhos operacionais por meio de EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) e EBIT (*Earning Before Interest, Taxes*), conforme proposto por Damodaran (2007):

- Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA): uma medida aproximada do fluxo de caixa gerado pelos ativos operacionais da empresa, antes de impostos e necessidades de reinvestimento.
- Lucro antes de juros e impostos (receita operacional EBIT): Essa é uma medida mais convencional dos ganhos contábeis dos ativos operacionais.

Quadro 8 – Múltiplos de preço (em reais)

MÚLTIPLO DE PREÇO	Sabesp/SP	Copasa/MG
EV/EBIT	9,32	9,76
EV/EBITDA	7,09	6,42

Fonte: elaborado pelos Autores, 2020

Uma regra prática usada em aquisições é que as empresas que negociam menos que 7 vezes o EBITDA, são consideradas de baixo custo, na visão do investidor. Os parâmetros das empresas analisadas, mostram valores próximos a 7, indicando que as empresas têm potencial para gerar lucros de forma consistente.

2.7.2 Múltiplo de receita – Valor de mercado/Vendas

O Quadro 9 apresenta os valores de mercado e receitas para as empresas estudadas, sendo o Quadro 10 o múltiplo de preços obtidos.

Quadro 9 – Valor de mercado e receitas líquidas em 2019 (Valores em milhares de Reais)

Ano base 2019	Sabesp/SP	Copasa/MG
Valor de mercado do PL	41.393.358	8.617.802
Receitas líquidas	17.983.654	5.093.362

Fonte: SABESP e COPASA, 2020

Quadro 10 – Múltiplos de preço (em Reais)

MÚLTIPLO DE RECEITA	Sabesp/SP	Copasa/MG
VALOR: MERCADO/RECEITAS	2,30	1,69

Fonte: elaborado pelos Autores, 2020

A restrição das atividades comerciais imposta pela quarentena para evitar a propagação do COVID-19 afetou a receita nos setores comercial e público, resultando em perdas devido à demanda reduzida, apesar de ainda não ser claro, pois setores essenciais tiveram autorização para continuar as operações, mas outros considerados não essenciais não puderam abrir. No setor residencial também haverá impacto, pois, os consumidores das categorias “Residencial Social” e “Residencial Favela” estarão isentos do pagamento de contas de água e esgoto por um determinado período.

2.7.3 VPA - Valor patrimonial por ação

Outra medida muito utilizada para análise do investimento é o VPA, razão entre o PL da empresa pelo número de ações. Ao obtermos este parâmetro e comparando com o preço da ação, temos o quanto o mercado está disposto a pagar pelo PL. O Quadro 11 indica o patrimônio líquido e número de ações em 2019 e o Quadro 12 a comparação do VPA com o valor das ações na Bolsa de Valores.

Quadro 11 – Patrimônio líquido (em milhares de Reais) e número de ações em 2019 (em milhares)

Ano base 2019	Sabesp/SP	Copasa/MG
Patrimônio líquido	21.635.783	6.743.713
Número de ações	683.510	126.751

Fonte: SABESP e COPASA, 2020

Quadro 12 – Comparação do VPA com o preço das ações na bolsa de valores (em Reais)

VPA (valor patrimonial por ação)	Sabesp/SP	Copasa/MG
PL/NUM. AÇÕES	31,65	53,20
Valor da ação (06 de julho 2020)	58,83	57,72
Preço da ação/VPA	1,9	1,1

Fonte: elaborado pelos Autores, 2020

O indicador mais comum é o preço da ação/VPA. Para Sabesp, o valor obtido pode ser um sinalizador que o mercado está sobrevalorizando as ações e para a Copasa, o valor sinaliza que está preço mais ajustado com o desempenho da empresa.

Acredita-se que a sobrevalorização da Sabesp em comparação com a Copasa esteja relacionada com a questão da privatização das empresas e cenário político distinto nos estados. Enquanto o governo de São Paulo parece não ter dificuldades para obtenção da autorização da

Assembleia Legislativa, o atual governo de Minas Gerais é do Partido Novo e com minoria ideológica na Assembleia do estado, que é formada por partidos mais tradicionais.

Além das questões políticas, no caso da Sabesp, o mercado está disposto a pagar a mais pelo PL da empresa tendo em vista que o retorno é consistente ao longo dos anos. A Copasa, vêm numa trajetória crescente do retorno sobre o PL e sendo reconhecido o esforço pelo mercado que começa a se dispor a pagar mais pelo VPA. Esses dados são demonstrados no Quadro 13.

Quadro 13 – Retorno sobre PL

Retorno sobre PL (ROE)	2019	2018	2017	2016	2015
SABESP	15,56%	14,50%	14,50%	14,39%	19,11%
COPASA	11,19%	9,29%	8,98%	7,31%	-0,21%

Fonte: SABESP e COPASA, 2020

3. CONCLUSÕES

As alterações propostas no novo marco regulatório de saneamento irão impactar significativamente as empresas prestadoras do serviço.

Além da análise mais específica da Sabesp e Copasa, este trabalho também tentou contribuir com algumas discussões em virtude da aprovação do Projeto de Lei PL 4.162/2019. O breve histórico dos planos de saneamento lançados pelo governo, desde o período da ditadura militar, demonstra o porquê das CESBs e a questão dos baixos investimentos no setor nos últimos anos.

Apresenta-se também alguns contrapontos apresentados pela mídia em geral com relação ao aumento da concorrência, salientando-se a questão de monopólio natural (diferentemente do setor de telecomunicações, por exemplo) e também à contramão da política de privatização em comparação do que vem sendo praticado por outras nações através de programas de remunicipalização.

Mais especificamente para as empresas estudadas, as análises realizadas por meio de múltiplos, demonstram que a Sabesp e Copasa possuem potencial para geração consistente de lucro, o que pode ser verificado pela análise do múltiplo EV/EBITDA, superior a 7. As informações mais técnicas, também, demonstram que, embora as empresas já tenham patamares de índices superiores às médias nacionais, há necessidade de melhorias operacionais, como por exemplo, na redução do índice de perdas.

A comparação do VPA com o valor praticado na Bolsa de Valores demonstra que as ações da Sabesp estão mais sobrevalorizadas do que as ações da Copasa.

O novo marco regulatório, certamente, irá promover reações diversas no mercado, obrigando as empresas, tanto de controle estatal, como as privadas, a buscarem caminhos e alternativas que possibilitem o alcance das metas e objetivos traçados pelo mesmo.

Independente da natureza jurídica (público x privado), os desafios para o setor de saneamento (serviços de água e esgoto) são os mesmos para as empresas: utilizar os recursos naturais de maneira ambientalmente sustentável e economicamente eficiente, garantindo um fornecimento de serviços com qualidade de maneira a melhorar a qualidade de vida da população.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA SENADO. *Senado aprova novo marco legal do saneamento básico*. Brasília, 26/06/2020. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2020/06/24/senado-aprova-novo-marco-legal-do-saneamento-basico>. Acessado em 27/06/2020.

COPASA. *A empresa*. Disponível em: <http://www.copasa.com.br/wps/portal/internet/a-copasa/a-empresa>. Acessado em 28/06/2020.

COPASA. *Central de resultados*. Disponível em : <http://ri.copasa.com.br/servicos-aos-investidores/central-de-resultados/>. Acessado em 05/07/2020.

SANEAMENTO AMBIENTAL. *Setor privado responde por 6% do setor*. Disponível em: <https://www.sambiental.com.br/noticias/setor-privado-responde-por-6-do-setor>. Acessado em 12/07/2020.

DAMODARAN, A. *Avaliação de empresas*. 2ª Edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

ENDLER, L. *Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas*. ConTexto, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1º semestre 2004.

KISHIMOTO, S.; LOBINA, E.; PETITJEAN, O. (Edit.) *Our public water future - The global experience with remunicipalisation*. Amsterdam, Cape Town and Brussel: TNI, PSIRU, MSP & EPSU, 2015.

GALDI, F. C.; GONÇALVES, A. M. *Pessimismo e Incerteza das Notícias e o Comportamento dos Investidores no Brasil*. Revista de Administração de Empresas, v. 58, n. 2, p. 130-148, 2018.

GOMES, W. *Saneamento vai se beneficiar no longo prazo com novo marco regulatório*. *O Estado de São Paulo* (edição impressa). Caderno Economia B2. 27/06/2020.

INFOMONEY. *Sabesp (SBSP3)- Sobre Sabesp*. Atualizado em 11/07/2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/cotacoes/Sabesp-sbsp3/>. Acessado em 11/07/2020.

LONGO FILHO, F. J. *Regiões metropolitanas, saneamento básico e privatizações*. Int. Públ. – IP, Belo Horizonte, ano 22, n. 119, p. 189-208, jan./fev. 2020

MADEIRA, R. F. *O setor de saneamento básico no Brasil e as implicações do marco regulatório para universalização do acesso*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, n. 33, p. 123-154, jun. 2010.

MARGULIES, B. N. *Desempenho das empresas de saneamento básico brasileiras: uma análise dos setores público e privado*. Dissertação (Mestrado). Faculdade de economia, administração e contabilidade. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2018.

MINISTÉRIO DE DESENVOLVIMENTO REGIONAL. *Plano Nacional de Saneamento Básico – PLANSAB, mais saúde, qualidade de vida e cidadania*. Disponível em: <https://www.mdr.gov.br/saneamento/plansab>. Acessado em 09/07/2020.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. *Senado Federal aprova novo marco legal do saneamento básico*. 24/06/2020. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2020/junho/senado-federal-aprova-novo-marco-legal-do-saneamento-basico>. Acessado em 09/07/2020.

MOREIRA, J. N. M. *Custos e preços como estratégia gerencial em uma empresa de saneamento*. Dissertação submetida à Universidade Federal de Santa Catarina para obtenção do grau de Mestre em Engenharia de Produção. Florianópolis, 1998.

OLIVEIRA, E.; BATISTA, H. G. Privatização do saneamento permitirá expansão do serviço; país precisa de R\$ 450 bi até 2033. *O Globo*. Brasília e São Paulo, 16/06/2020. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/privatizacao-do-saneamento-permitira-expansao-do-servico-pais-precisa-de-450-bi-ate-2033-24481300>. Acessado em 27/06/2020.

SAIANI, C.C.S; TONETO JÚNIOR, R. *Evolução do acesso a serviços de saneamento básico no Brasil (1970 a 2004)*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 19, n. 1 (38), p. 79-106, abr. 2010.

SABESP. *Perfil*. Disponível em: <http://site.Sabesp.com.br/site/interna/Default.aspx?secaoId=505>. Acessado em 11/07/2020.

SABESP. *Demonstrações Financeiras*. Disponível em: <http://www.Sabesp.com.br/Calandraweb/CalandraRedirect/?temp=4&proj=investidoresnovo&pub=T&docid=70EC575CCF4FF822832583F5006E942B&db&docidPai=AB82F8DBCD12AE488325768C0052105E&pai=filho0>. Acessado em 05/07/2020.

SNIS. SISTEMA NACIONAL DE INFORMAÇÕES SOBRE SANEAMENTO. *Diagnóstico dos Serviços de Água e Esgotos – 2018*. Publicado em 05/12/2019. Disponível em: <http://www.snis.gov.br/diagnostico-anual-agua-e-esgotos/diagnostico-dos-servicos-de-agua-e-esgotos-2018>. Acessado em 06/07/2020.

VASQUES, P.H.R.P. *Saneamento Básico: uma avaliação sobre a atuação dos setores público e privado no contexto de novas proposições regulatórias*. Geo UERJ, Rio de Janeiro, n. 36, e48413, 2020.