

Contribuições para a Consulta Pública nº 2/2025

Participante: ABEGÁS - Associação Brasileira das Empresas Distribuidoras de Gás Canalizado

Responsável: Marcos Roberto Lopomo

Meio de Contato: mlopomo@abegas.org.br

A ABEGÁS - Associação Brasileira das Empresas Distribuidoras de Gás Canalizado, entidade que reúne as empresas concessionárias de distribuição de gás canalizado no Brasil, manifesta interesse na Consulta Pública nº 2/2025 da AGENERSA, que tem por finalidade específica proporcionar, aos agentes de mercado e à sociedade civil, a oportunidade de colaborar com subsídios, sugestões, contribuições e informações para os debates envolvendo a metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital a ser aplicada nas 5ª Revisões Quinquenais de Tarifas das Concessionárias CEG (SEI-220007/001639/2023) e CEG Rio (SEI-220007/001640/2023).

A ABEGÁS ao longo de sua trajetória tem constantemente defendido, a atuação técnica e independente das Agências Reguladoras no Brasil. Neste sentido, reitera a valorização da AGENERSA, reconhecendo sua importância e transparência.

Considerando o disposto na documentação da consulta pública, tecemos as seguintes contribuições:

Beta (β)

A componente Beta mede o risco relativo que o mercado atribui à atividade em análise (distribuição de gás natural, neste caso), como refletido na variação dos preços das ações dessa atividade em relação ao comportamento do mercado como um todo. O Beta representa a relação entre o retorno de determinado ativo e o retorno do mercado em seu conjunto. Ou seja, representa o risco sistemático de um ativo em relação à carteira de mercado na qual está inserido. Em outras palavras, o Beta indica o grau de volatilidade do investimento em questão em relação ao mercado acionário em que se encontra esse ativo.

Desde que o cálculo está baseado nos preços das ações, a prática mais adotada é utilizar os Betas de empresas com mercados de capitais maduros, como os Estados Unidos. Neste sentido, a proposta das Concessionárias foi de utilização do Beta do setor "Oil&Gas distribution" dos EUA obtido a partir da média dos dados disponibilizados por Damodaran, para os últimos 5 anos (2018 a 2022) antecedentes ao período do ciclo.

É importante destacar que, mesmo diante do objetivo de se aumentar a previsibilidade da taxa de remuneração, o Beta representa a volatilidade dos ativos em relação ao mercado. Por isso, sua janela de dados deve ser mais curta que a dos demais parâmetros, de modo a garantir que sua estimativa reflita com precisão as condições atuais de mercado. Essa abordagem está em conformidade com o princípio da atualidade e assegura uma sinalização econômica adequada para investimentos em infraestrutura essencial, como a distribuição de gás natural.

No entanto, diferentemente das revisões quinquenais anteriores, a CAPET passou a adotar a média das médias dos Betas desalavancados apurados entre 2018 e 2022, o que leva a capturar a janela temporal do período entre 2014 e 2022. Essa ampliação da janela temporal suaviza indevidamente

a volatilidade dos ativos de referência, resultando na subestimação dos riscos associados ao atual contexto de múltiplas crises e elevada incerteza. Tal abordagem compromete a aderência do indicador às condições econômicas vigentes, contrariando o princípio de que a taxa de remuneração do capital deve refletir, com precisão, os riscos efetivamente assumidos no período regulatório futuro, relembrando que o objetivo dessa componente é capturar o risco relativo que o mercado atribui à atividade em análise.

Alavancagem do Beta

Os Betas calculados a partir dos preços de ações observados medem o risco relativo do setor com base na estrutura de financiamento dos ativos de cada empresa. Nesse sentido, alavancar o Beta significa aumentar a exposição de um investimento ao risco sistemático do mercado.

Considerando os dados de 2018 a 2022, o Beta desalavancado deve ser realavancado pela dívida, obtendo-se um Beta alavancado final. Portanto, se foram utilizados os Betas do setor de distribuição de gás natural dos Estados Unidos para aplicar ao caso brasileiro, é necessário recalculá-los para refletir a estrutura de financiamento da empresa em questão.

Finalmente, vale citar, como exemplo, a AGEPAR, na sua última revisão quinquenal, considerou a mesma referência apresentada pelas concessionárias na de 5 anos do Damodaran.

A alavancagem financeira configura elemento essencial para a valoração correta do ativo regulado, em estrita observância às melhores práticas regulatórias adotadas comumente em marcos normativos. Esse ajuste visa alinhar o indicador à estrutura de capital das empresas reguladas, promovendo maior aderência entre risco regulatório e perfil financeiro das concessionárias.

Risco Brasil (rb)

Em países nos quais é necessário incorporar o risco país na estimativa da taxa de custo de capital, o cálculo normalmente se baseia na diferença entre a taxa de retorno de um título de longo prazo emitido pelo país, neste caso o Brasil, e a de um título equivalente emitido pelo país cujos dados são utilizados na formulação do modelo CAPM, neste caso, os Estados Unidos.

A janela de dados utilizada para o cálculo do risco país deve ser suficientemente longa, de modo a captar os prêmios de risco associados a fatores estruturais da economia nacional, minimizando o impacto de choques conjunturais, sejam eles políticos ou econômicos. Essa abordagem assegura maior previsibilidade e estabilidade ao resultado estimado. Nesse sentido, com base nos princípios de estabilidade regulatória e coerência metodológica, utilizou-se o indicador EMBI+Br como medida do prêmio de risco-país. O EMBI+Br reflete o spread entre a taxa de retorno dos títulos soberanos brasileiros e a dos títulos do Tesouro dos EUA, sendo amplamente reconhecido como referência para mensuração do risco soberano de economias emergentes.

A escolha do período adotado pela Naturgy se justifica por uma mudança estrutural relevante na economia brasileira ocorrida a partir de 1999 — composto por metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário —, o que contribuiu para a redução das incertezas no ambiente macroeconômico nacional, também citada pela CAPET. Ressalte-se que a própria 3ª Revisão Tarifária Periódica (3ª RTI) considerou como marco inicial o ano de 1999.

A CAPET, em seu parecer (CAPET 156 de 19/07/23), adotou o mesmo período que as concessionárias (de 1999 a 2021). No entanto, na proposta de 21/05/25 (pareceres CAPET 143 e 144) descartou o histórico anterior a 2007. Ou seja, a CAPET alterou seu parecer, colocando a

metodologia de forma restrita, na medida em que ignora a análise histórica de longo prazo necessária à adequada mensuração do risco-país. Essa limitação compromete a solidez da modelagem econômica, pois omite variáveis essenciais à precificação dos riscos ao longo do tempo. Sua justificativa de que “períodos muito longos tendem a superestimar o risco atual, pois incorporam crises históricas cujas causas estruturais já foram superadas pela evolução institucional e macroeconômica do país.” fica superada na medida que se utiliza dados a partir de 1999, corroborada pela própria CAPET que menciona que “O Brasil de hoje, com suas políticas de metas de inflação, câmbio flutuante e reservas internacionais robustas, apresenta perfil de risco consideravelmente distinto daquele da década de 1990.” No entanto, sua alteração se baseia na metodologia da 4ª RTI, que teve como resultado um acordo pontual entre as partes, sem caráter vinculante para revisões futuras.

Dessa forma, a mensuração adequada do risco país exige a utilização de séries históricas extensas, consistentes e representativas, capazes de contextualizar o cenário atual à luz das transformações estruturais vivenciadas pelo país desde o início do modelo de concessões. Tal abordagem é indispensável para refletir, com precisão, o horizonte temporal dos riscos efetivamente assumidos pelas distribuidoras no âmbito regulatório.