



À DIRETORIA DE REGULAÇÃO ECONÔMICA – DRE, DA AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – AGENERSA

Consulta Pública nº 02/2025-AGENERSA

Assunto: Contribuições à “Proposta metodológica para o Cálculo da Taxa de Remuneração do Capital para a 5ª Revisão Quinquenal do Contrato de Concessão”.

A **COMMIT GÁS S.A.** (“**COMMIT**”), inscrita no CNPJ/ME sob nº 42.520.171-0001-91, neste ato representada nos termos de seus atos societários, vem, na condição de acionista da CEG RIO, manifestar-se no âmbito da Consulta Pública nº 02/2025 (“CP nº 02/2025”), que visa a obter contribuições a respeito da Cálculo da Taxa de Remuneração do Capital para a 5ª Revisão Quinquenal do Contrato de Concessão das Concessionárias CEG e CEG Rio Rio (Processos Regulatórios SEI-220007/001639/2023 e SEI-220007/001640/2023).

Introdução

A taxa de remuneração do capital, é um dos itens mais importantes das revisões tarifárias periódicas das distribuidoras de gás natural, na medida em que influencia diretamente a atratividade econômica do setor regulado. Sua definição adequada é imprescindível para assegurar o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos e, principalmente, viabilizar os investimentos necessários à expansão e manutenção dos serviços.

Atualmente a AGENERSA adota o método CAPM (Capital Asset Pricing Model) para estimar o Custo de Capital Próprio. O modelo CAPM baseia-se na premissa que os ativos de distribuição de gás representam alternativas de investimentos onde o retorno para um ativo é diretamente proporcional ao risco. Ou seja, o custo de capital próprio precifica o retorno teórico frente a uma carteira diversificada, apenas o risco não diversificável (ou sistemático) é considerado.

$$rE = rf + \beta * (rm - rf) + rb$$

***rE**: custo de oportunidade do capital próprio*

***β**: risco sistemático da indústria*

***rf**: taxa de retorno de um ativo livre de risco*

***rm**: retorno de carteira diversificada (equity risk premium)*

***rb** : risco Brasil*

Para empresas reguladas, com políticas de preços tarifados, o custo de capital representa a taxa de remuneração mínima capaz de proporcionar à concessionária um nível apropriado de

COMMIT

retorno para gerência dos ativos existentes e para a viabilização de investimentos de expansão do serviço.

Dito isso, é essencial que a taxa de retorno seja definida em nível apropriado, que reflita o risco do ambiente regulado, garantindo previsibilidade, estabilidade e atratividade no longo prazo. Uma taxa de remuneração subdimensionada pode gerar efeitos adversos, como a retração dos investimentos em infraestrutura essencial e o desincentivo à entrada de novos agentes no mercado. Por outro lado, se a taxa de retorno é estimada considerando um risco maior do que o efetivo risco daquele mercado, a concessionária apropriar-se-á de uma taxa maior do que o custo de capital adequado, isso acarretaria distorções de preço (para consumidores e investidores) podendo afetar a competitividade dos negócios que dependem do serviço.

O cenário macroeconômico atual reforça ainda mais a necessidade de cautela na definição da taxa de remuneração. Com a taxa Selic situada em patamar superior a 15%, torna-se praticamente inviável alocar recursos em ativos com taxa de retorno nominal inferior à remuneração de ativos livres de risco. Essa distorção gera um descompasso entre o custo real do capital no mercado e o retorno permitido na regulação.

Observa-se com preocupação que a taxa de retorno sobre o capital próprio proposta pela Agenera se encontra abaixo dos parâmetros verificados em outras distribuidoras de gás natural do país. O gráfico a seguir ilustra o comparativo entre o CAPM proposto pela Agenera e os valores regulatórios atualmente praticados por outras distribuidoras:

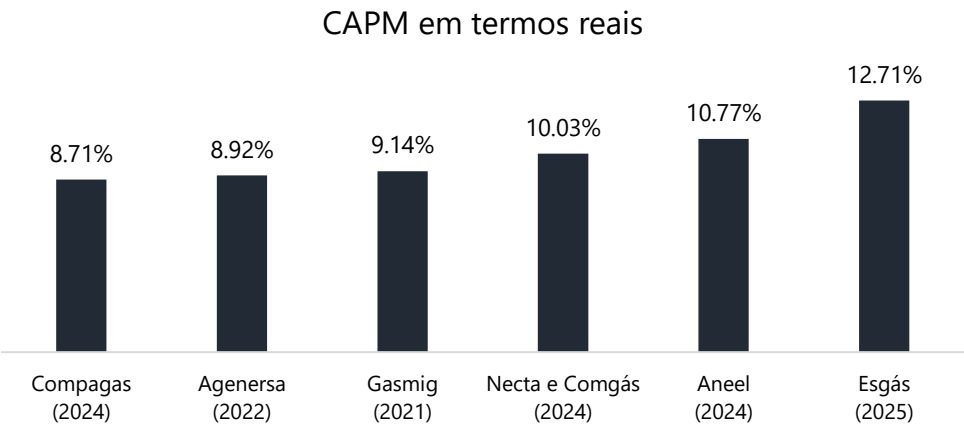


Gráfico 1 – Comparativo das taxas de remuneração de capital próprio de concessionárias de gás natural

-> **Beta Não Alavancado**

Do ponto de vista conceitual, o modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) é utilizado para estimar o retorno esperado de um ativo com base no risco sistemático associado a ele. Nesse contexto, o beta representa a sensibilidade do ativo frente às oscilações do mercado, servindo como medida do risco não diversificável — isto é, aquele que não pode ser eliminado por meio da diversificação da carteira.

COMMIT

Em empresas de capital aberto negociadas em mercados maduros, o beta pode ser diretamente estimado com base nos retornos históricos do próprio ativo. No entanto, em situações nas quais se avalia o custo de capital de empresas de capital fechado ou com baixa liquidez, é comum a utilização de um beta setorial de referência do setor, ajustado às especificidades da empresa avaliada.

Conforme disposto no Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 144/2025, o beta utilizado no cálculo do CAPM foi estimado com base na média dos betas do setor *Oil & Gas Distribution*, conforme dados disponibilizados por Damodaran, considerando o período de 2018 a 2022. A adoção de um beta setorial com janela de cinco anos contribui para mitigar distorções pontuais e suavizar os efeitos de eventos conjunturais, além de conferir maior robustez e previsibilidade à estimativa do custo de capital próprio.

Entretanto, é essencial observar que o beta a ser utilizado no cálculo do custo de capital próprio deve refletir o risco econômico-financeiro específico da empresa regulada. Para isso, é necessário que o beta seja realavancado de acordo com a estrutura de capital da concessionária.

A realavancagem do beta é prática regulatória dominante no âmbito regulatório, sendo adotada por diversas agências, tais como ANEEL, ARSESP e AGEPAR, nos respectivos cálculos de taxa de remuneração regulatória. Tal metodologia permite ajustar o beta para refletir, com maior precisão, o risco financeiro efetivamente assumido pelo acionista.

A aplicação direta de um beta desalavancado, sem o devido ajuste, tende a subestimar o risco da empresa regulada, ao desconsiderar o efeito da estrutura de capital sobre a volatilidade dos retornos do acionista. Empresas com maior grau de endividamento naturalmente apresentam risco mais elevado, o que se traduz em um beta alavancado superior. Assim, para assegurar a aderência metodológica e a fidedignidade do custo de capital da companhia, recomenda-se que o beta seja realavancado conforme a estrutura de capital, nos termos da fórmula abaixo:

$$\beta_{\text{realavancado}} = \beta_{\text{desalavancado}} * \left(1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right)$$

β realavancado: reflète o risco da empresa considerando sua estrutura de capital;

β desalavancado: representa o risco do ativo sem considerar dívida (beta Damodaran);

T: Alíquota de imposto de renda

D/E: Relação dívida líquida / patrimônio líquido

Considerando a estrutura de capital sugerida pela Concessionária, sendo a média de endividamento dos últimos 5 anos, no período de 2017 a 2021 utilizando os dados das demonstrações contábeis da Companhia, o valor de D/E é ~47,74% e, aplicando a alíquota de imposto de 34%, obtém-se um beta realavancado de 0,90. Tal valor reflete de forma mais aderente o risco financeiro assumido pelos acionistas e permite maior precisão na estimativa do custo de capital próprio.



Setor	Beta
Oil/Gas Distribution (Damodaran) - Desalavancado	0,68
Dívida/Capital Próprio	47,74%
Taxa de Impostos	34,00%
Oil/Gas Distribution (Damodaran) - Realavancado	0,90

Tabela 1 – Cálculo do beta realavancado

-> Mudança Janela Temporal para Cálculo do Prêmio Risco de Mercado

O parecer técnico AGENERSA/CAPET nº 144/2025 adota como base para o prêmio de risco de mercado a série histórica disponibilizada pelo Damodaran “Stocks, Bonds & Bills with premiums”, considerando a média da série completa de 1928 a 2021.

Ainda que a base seja reconhecida no meio acadêmico, a utilização de uma série tão extensa suscita algumas ressalvas. Recomenda-se que a janela temporal considerada seja ajustada para os últimos 30 anos (1992 a 2021), de forma a preservar a coerência temporal com outras premissas da metodologia, como a taxa livre de risco, que já reflete uma janela de 30 anos.

O regulador deve se atentar à sincronia entre os indicadores utilizados no cálculo, ou seja, deve-se manter a coerência entre as janelas temporais dos indicadores. Adotar prazos distintos, provoca distorções e levanta dúvidas sobre a neutralidade do regulador.

Adicionalmente, a utilização de séries históricas excessivamente longas está sujeita à ocorrência de efeitos caudais (*tail effects*), em que eventos extremos do passado exercem influência desproporcional sobre a média estatística, afetando negativamente sua representatividade. Tais distorções podem resultar em parâmetros desalinhados com a realidade, especialmente em setores regulados, cujos investimentos exigem previsibilidade, estabilidade e aderência ao ambiente econômico atual.

A estimativa da taxa de remuneração deve, portanto, refletir de forma fidedigna as condições de mercado atuais, em consonância com o princípio da atualidade e com a adequada sinalização econômica para a alocação eficiente de capital em infraestrutura essencial, como é o caso da distribuição de gás canalizado.

Dessa forma, recomenda-se a substituição da média histórica integral pela média dos últimos 30 anos (1992–2021), medida que contribui para maior aderência ao contexto econômico atual e maior coerência técnica da metodologia.



Componentes	Janela 1928 a 2021	Janela 30 anos
Prêmio de Risco de Mercado Estadunidense	6,71%	6,19%

Tabela 2 – Diferença do Prêmio de Risco de Mercado com janela inteira (1928-2021) e janela de 30 anos (1992-2021)

Conclusão

A definição da taxa de remuneração do capital no âmbito regulatório é uma tarefa complexa e de elevada relevância, especialmente em setores intensivos em capital, como o de distribuição de gás canalizado. Reconhecem-se os esforços empreendidos pela AGENERSA na construção de uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital regulatório. No entanto, entende-se que ainda há espaço para avanços no aprimoramento das premissas adotadas, de modo a refletir com maior fidelidade as especificidades do setor e as práticas consolidadas por outras agências reguladoras do país.

A adoção de premissas mais aderentes à realidade econômica atual contribui para uma adequada sinalização de investimentos e para a preservação do equilíbrio econômico-financeiro da concessão, a fim de assegurar a atratividade do setor e a sustentabilidade da prestação dos serviços de distribuição de gás canalizado no Estado do Rio de Janeiro.

Nesse sentido, recomenda-se a revisão de aspectos como a realavancagem do beta setorial e a coerência entre as janelas temporais utilizadas nos parâmetros de risco, de forma a assegurar maior robustez técnica e consistência metodológica.

A Tabela 3, a seguir, apresenta o comparativo entre a metodologia proposta pela AGENERSA e as recomendações aqui sugeridas.

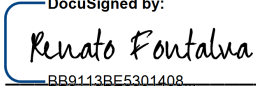


Propostas	Agenera	Commit
Setor	Beta	Beta
Oil/Gas Distribution (Damodaran) - Desalavancado	0,68	0,68
Dívida/Capital Próprio	-	47,74%
Taxa de Impostos	-	34,00%
Oil/Gas Distribution (Damodaran) - Realavancado	-	0,90
Taxa de remuneração do capital próprio - CAPM		
Componentes	Valores	Valores
Taxa Livre de Risco	4,00%	4,00%
Beta	0,68	0,90
Prêmio de Risco de Mercado Estadunidense	6,71%	6,19%
Risco Brasil	2,68%	2,68%
CAPM Nominal	11,27%	12,25%
Inflação Americana	2,15%	2,15%
CAPM Real	8,93%	9,88%

Tabela 3 - Diferenças entre a proposta da Agenera e da Commit

Cordialmente,

DocuSigned by:



BB9113BE5301408

Renato Aparecido Fontalva
Diretor Presidente da Commit Gás S.A.