

DIREG 049/25

Rio de Janeiro, 16 de julho de 2025.

À
Agência Reguladora de Energia e Saneamento Básico do Estado do Rio de Janeiro –
AGENERSA
Rua 13 de maio, nº 23 – 23º andar
N E S T A

At.: Sr. Vladimir Paschoal de Macedo
Conselheiro Relator

Assunto: Consulta Pública - Taxa de Remuneração de Capital | 5as Revisões
Quinquenais de Tarifas - Concessionárias CEG e CEG Rio - Processos Regulatórios
números SEI-220007/001639/2023 e SEI-220007/001640/2023

Referência: Of. AGENERSA/CONS-02 Nº 93.

Prezado Senhor,

Ao cumprimentá-lo, a Naturgy, em atenção ofício indicado, vem, respeitosamente, apresentar
suas Contribuições ao tema, em relação às Concessionárias CEG e CEG RIO.

A Naturgy fará o envio também, via formulário disponibilizado no site da AGENERSA.

Segue, a Naturgy, à disposição para quaisquer esclarecimentos.

Sendo o que se apresenta para o momento, renova protestos de estima e elevada
consideração, subscrevendo-se.

Atenciosamente,

Alessandro Monteiro de Menezes
Diretoria de Regulação
Naturgy

Signature: 
Alessandro Monteiro de Menezes (Jul 16, 2025 17:58 ADT)

Email: amenez@naturgy.com

20250716 DIREG 49-25 - CPs 5as RTOs ceg e ceg rio

Final Audit Report

2025-07-16

Created:	2025-07-16
By:	claudia provasi (provasi@naturgy.com)
Status:	Signed
Transaction ID:	CBJCHBCAABAIL8DURQP5RPHdFxk72ncgPt6aUuqISuJ

"20250716 DIREG 49-25 - CPs 5as RTOs ceg e ceg rio" History

-  Document created by claudia provasi (provasi@naturgy.com)
2025-07-16 - 8:10:26 PM GMT
-  Document emailed to Alessandro Monteiro de Menezes (amenez@naturgy.com) for signature
2025-07-16 - 8:11:24 PM GMT
-  Email viewed by Alessandro Monteiro de Menezes (amenez@naturgy.com)
2025-07-16 - 8:58:10 PM GMT
-  Document e-signed by Alessandro Monteiro de Menezes (amenez@naturgy.com)
Signature Date: 2025-07-16 - 8:58:28 PM GMT - Time Source: server
-  Agreement completed.
2025-07-16 - 8:58:28 PM GMT

À

Agência Reguladora de Energia e Saneamento Básico do Estado do Rio de Janeiro
(Agenera)

Assunto: Contribuição da Naturgy à Consulta Pública nº 02/2025, referente à Revisão das Taxas de Remuneração de Capital das Concessionárias CEG e CEG Rio

Naturgy S.A., na qualidade de controladora das concessões de distribuição de gás natural sob as marcas CEG e CEG Rio, e como parte interessada, vem, por meio desta, apresentar à Agência Reguladora de Energia e Saneamento Básico do Estado do Rio de Janeiro (Agenera) suas contribuições à Consulta Pública nº 02/2025, instaurada para dar início à primeira etapa da 5ª Revisão Quinquenal Tarifária das concessionárias CEG e CEG Rio (Processos Regulatórios SEI-220007/001639/2023 e SEI-220007/001640/2023), atinente à fixação da taxa de remuneração de capital.

Introdução

Nos contratos de concessão firmado entre o Estado do Rio de Janeiro e a CEG/CEG Rio, a remuneração do capital encontra-se expressamente vinculada ao modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), instrumento consagrado no âmbito regulatório e financeiro. Pelo CAPM, o custo do capital é apurado pela soma da taxa livre de risco, usualmente referenciada pelo rendimento de títulos públicos, e do prêmio de risco de mercado, ponderado pelo coeficiente beta, instrumento de mensuração do risco sistêmico da concessionária em comparação ao risco médio de mercado.

No âmbito conceitual, o CAPM parte da premissa de que o retorno exigido pelo acionista deve obedecer à compensação pelo risco do investimento livre de risco, acrescido de prêmio proporcional ao grau de exposição sistêmica da empresa (Koller et al., 2015)¹. A fórmula básica espelha essa lógica: $R_{CAPM} = R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_B$; em que R_{CAPM} representa o

¹ KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 6. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2015.

retorno requerido, R_f a taxa de referência livre de risco, β o risco comparativo da concessionária, $(R_m - R_f)$ o prêmio exigido pelo mercado e R_B risco-país.

A subestimação da taxa de remuneração de capital compromete a justa retribuição aos investidores. Retornos aquém do custo real do capital inviabilizam novos investimentos, fragilizam fluxo de caixa e reduzem capacidade de financiamento, impondo limitação à universalização do acesso ao gás natural.

Em contrapartida, a superestimação da taxa onera o consumidor final, ao alimentar tarifas que excedem o necessário à viabilidade das operações. Preços inflacionados cerceiam a competitividade do gás natural em relação a outras fontes energéticas e suscitam críticas quanto à transferência de custos excessivos ao usuário, em descompasso com o princípio da modicidade tarifária e com a função social da concessão, com os quais a Naturgy se compromete.

Não obstante, as concessionárias disputam capitais com projetos internacionais dotados de custo de oportunidade mais atraente. Assim, a taxa de retorno fixada no âmbito doméstico não pode se afastar de forma significativa do custo de oportunidade nacional, sob pena de reduzir o apelo de investidores e colocar em xeque a competitividade do setor de distribuição de gás natural no estado do Rio de Janeiro.

Portanto, a adequada estrutura de remuneração deve alinhar estímulos a investimentos sustentáveis, promover excelência e segurança na entrega dos serviços, e estabelecer tarifas que ampliem o acesso ao consumidor sem comprometer os usuários atuais.

Esta manifestação tem como objetivo apresentar sugestões de aprimoramento à metodologia adotada nos Pareceres Capet nº 143 e nº 144, datados de 21 de maio de 2025, com foco nas premissas utilizadas para a definição das taxas de remuneração do capital aplicáveis às concessões da CEG e da CEG Rio.

Como será demonstrado adiante, a calibragem proposta — fundamentada no cálculo do beta desalavancado, no realavancamento compatível com a estrutura de capital das concessionárias, e na definição criteriosa da janela temporal para análise do risco-país — é estratégica para garantir o equilíbrio econômico-financeiro das concessões, atrair investimentos e resguardar os interesses de acionistas e consumidores.

1. Contribuição à metodologia de cálculo do beta não alavancado

Em inobservância ao critério anteriormente aplicado nas revisões tarifárias da CEG e da CEG Rio — que se fundamentava no beta desalavancado apurado nos cinco anos imediatamente anteriores ao início do ciclo revisional (neste caso, de 2018 a 2022) — a Capet, nos pareceres em exame, deixou de observá-lo, adotando, em substituição, a média das médias dos betas desalavancados apurados entre 2018 e 2022 e estendendo, assim, a janela histórica para o período de 2014 a 2022.

A suavização artificial da variabilidade nas estimativas de beta pode provocar o subdimensionamento do risco sistêmico enfrentado pelas concessionárias CEG e CEG Rio, desconsiderando os efeitos concretos decorrentes de eventos externos de grande impacto. Destacam-se, nesse contexto, a retração do mercado em razão da pandemia de Covid-19 e o agravamento do ambiente geopolítico internacional, notadamente o conflito militar entre Rússia e Ucrânia, a escalada de tensões entre Irã e Estados Unidos (com risco potencial de fechamento do Estreito de Ormuz), bem como o recrudescimento das disputas entre Índia e Paquistão. Esses fatores influenciam diretamente a dinâmica dos mercados energéticos e, por conseguinte, impactam de forma significativa os volumes distribuídos e as projeções futuras das concessionárias.

A estimativa do coeficiente beta deve observar rigor técnico e aderência às normas aplicáveis, refletindo as condições atuais de mercado, em consonância com o princípio da atualidade e com a função sinalizadora da taxa de retorno sobre investimentos em infraestrutura essencial, como é o caso da distribuição de gás natural. Todavia, os Pareceres Capet nº 143 e nº 144 não abarcam integralmente aspectos setoriais cruciais, notadamente quanto à elevada dependência de insumos importados, à suscetibilidade às flutuações cambiais, à exposição em cadeias globais de fornecimento e à vulnerabilidade de contratos internacionais e ativos de infraestrutura a riscos geopolíticos e instabilidades regionais.

Reitera-se, neste contexto, o pleito pela adoção do coeficiente beta não alavancado de 0,8529, calculado com fundamento na média dos cinco exercícios imediatamente anteriores ao ano de referência (2018–2022), conforme estabelecido nos estudos técnicos conduzidos pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), submetidos originalmente em 30 de junho de 2022, por meio das correspondências GREG-033/22 (protocolo nº 35298349) e GREG-034/22 (protocolo nº

49133496). Tal proposta se contrapõe ao coeficiente de 0,6843 adotado nos Pareceres Capet, resultante da metodologia que considera a média das médias dos betas desalavancados estimados entre 2018 e 2022, os quais, por sua vez, incorporam dados referentes ao período de 2014 a 2022.

2. Ausência de compatibilização com a estrutura de capital das concessões

Nos pareceres em análise, a Capet deixou de proceder à realavancagem do beta, adotando tacitamente a premissa de financiamento exclusivamente por capital próprio. Com tal abordagem, desconsiderou-se a estrutura de capital das concessionárias e a alavancagem financeira inerente ao setor, em contrariedade às melhores práticas regulatórias, tanto nacionais quanto internacionais, conforme se demonstrará a seguir.

Nos termos do § 9º da Cláusula Sétima do Contrato de Concessão firmado entre o Estado do Rio de Janeiro e a CEG/CEG Rio, o coeficiente beta foi estipulado como parâmetro de mensuração do risco sistêmico setorial em face do retorno de mercado. A inexistência de previsão expressa acerca do realavancamento não implica vedação à captação de recursos de terceiros nem exime a aplicação do beta realavancado em hipóteses de financiamento distinto do capital próprio.

Utilizar o beta realavancado no CAPM é imprescindível para estimar com precisão o retorno exigido pelos acionistas, uma vez que esse parâmetro incorpora integralmente os riscos decorrentes da estrutura de capital e da alavancagem financeira da empresa. Conforme Damodaran², o emprego do beta desalavancado resulta em subestimação do custo de capital e compromete a fidelidade da valoração.

Consoante o referencial teórico de Hamada³, o beta deve ser realavancado segundo uma estrutura de capital de referência, refletindo adequadamente o risco econômico do negócio e assegurando a justa remuneração do capital investido. O Ministério da Fazenda (2018)⁴ reforça

² DAMODARAN, A. Avaliação de empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 41.

³ Hamada, R. S. The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, The Journal of Finance, vol. 27, n.º 2, maio de 1972, p. 435–452.

⁴ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Metodologia para cálculo do WACC. Brasília: Ministério da Fazenda, 2018. Disponível em: < https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:47571>.

que a composição de endividamento exerce influência direta sobre a estimação do coeficiente beta.

Dessa forma, revela-se metodologicamente incorreto adotar, de forma exclusiva, o beta desalavancado setorial da indústria norte-americana de distribuição de óleo e gás, conforme sugerido nos pareceres ora em análise, para fins de apuração do custo de capital das concessionárias CEG e CEG Rio.

Adicionalmente, diversas autoridades reguladoras – como Arsesp⁵, Aneel⁶, Comisión Nacional de Energía (CNE, Chile)⁷, Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC, Espanha)⁸, Office of Gas and Electricity Markets (Ofgem, Reino Unido)⁹, Bundesnetzagentur (Agência Federal de Redes, Alemanha)¹⁰, Commission de Régulation de l'Énergie (CRE, França)¹¹ e Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (Arera, Itália)¹² – adotam, em seus respectivos marcos normativos, mecanismos de realavancagem do beta setorial. Esses ajustes visam alinhar o indicador à estrutura de capital das empresas reguladas, promovendo maior aderência entre risco regulatório e perfil financeiro das concessionárias.

Em pedido de reconsideração dirigido à Agência Reguladora do Paraná (Agepar), a Companhia Paranaense de Gás (Compagas) demonstrou que a utilização exclusiva do beta desalavancado acarreta lacuna contratual ao desconsiderar encargos de juros e prejudicar a adequada remuneração dos investidores. A alavancagem financeira configura elemento essencial para a valoração correta do ativo regulado, em estrita observância às melhores práticas regulatórias. A Agepar reviu o coeficiente, substituindo o beta desalavancado pelo alavancado, suprimindo distorções e promovendo uma

⁵ <https://www.arsesp.sp.gov.br/ConsultasPublicasBiblioteca/NTF-0013-2021.pdf>

⁶ https://www2.aneel.gov.br/cedoc/aren20221003_Proret_Submod_2_4_V4_1C.pdf

⁷ <https://www.cne.cl/wp-content/uploads/2022/06/Res-Ex-CNE-N314-2022-IT-TCC.pdf>

⁸ <https://www.cnmc.es/sites/default/files/6023878.pdf>

⁹ https://www.ofgem.gov.uk/sites/default/files/docs/2021/02/final_determinations_-_finance_annex_revised_002.pdf

¹⁰

https://www.bundesnetzagentur.de/SharedDocs/Downloads/DE/Sachgebiete/Eisenbahn/VeroeffentlichungenGutachten/GutachtenEibalinfra2025.pdf?__blob=publicationFile&v=2

¹¹

https://www.cre.fr/fileadmin/Documents/Consultations_publicques/2024/TURPE_7/Audit_demandes_remuneration_infra_transport_electricite RTE.pdf

¹² <https://www.arera.it/fileadmin/allegati/docs/24/342-2024-R-com.pdf>

estrutura de capital eficiente. Esse precedente reforça a imprescindibilidade de reintroduzir o componente financeiro ao beta para preservar o equilíbrio econômico-financeiro da concessão e a proteção dos direitos dos investidores.

Em vista do exposto, reiteramos nossa proposta de realavancagem do coeficiente beta, em estrita observância à metodologia de Hamada e às diretrizes estabelecidas em estudos especializados e por agências reguladoras nacionais e internacionais, mediante a adoção da média da dívida líquida — composta por empréstimos e financiamentos, circulantes e não circulantes, deduzidos de caixa e equivalentes de caixa — e do patrimônio líquido, apurada com base nas Demonstrações Financeiras da CEG e da CEG Rio referentes ao período de 2017 a 2021, fixando-se, assim, o percentual de capital de terceiros em 43,7% para a CEG e em 32,3% para a CEG Rio.

3. Subestimação do risco-país sob perspectiva de longo prazo

Na 4ª Revisão Tarifária Quinquenal (4ª RTI), esta Agência adotou série histórica de 15 anos (2002–2016) para apuração da mediana das médias anuais do EMBI+Br como parâmetro de risco-país, em contraposição à metodologia da 3ª RTI, que se fundamentou em dados a partir de 1999. A Capet embasou os pareceres ora em exame na metodologia da 4ª RTI, não obstante essa abordagem ter decorrido de acordo pontual entre as partes, sem caráter vinculante para revisões subsequentes, tampouco indicando, em sua minuta, intenção de extensão a ciclos futuros. Outrossim, CEG e CEG Rio, em suas razões finais na 4ª RTI, consignaram expressa discordância quanto ao período adotado para aferição do risco-país, ressaltando a excepcionalidade da renúncia pactuada. Dessa forma, o entendimento atualmente sustentado pela Capet não ostenta caráter consensual e diverge da posição defendida pela Naturgy, que acredita na preservação da metodologia tradicional, alicerçada em série histórica de maior amplitude.

A mensuração adequada do risco soberano exige a adoção de séries temporais amplas e consistentes, capazes de enquadrar o cenário atual nos ciclos econômicos e nas transformações estruturais ocorridas no país desde o início das concessões.

A exclusão do histórico anterior a 2007 compromete a robustez da modelagem econômica e desconsidera elementos fundamentais para a precificação do risco ao longo do

tempo. O passado, nesse contexto, não deve ser descartado, mas sim integrado como componente essencial da avaliação prospectiva, especialmente em razão da volatilidade cambial, das flutuações no rating soberano e das instabilidades político-institucionais que caracterizam o ambiente macroeconômico brasileiro e se manifestam plenamente em séries temporais amplas.

A utilização de períodos históricos compatíveis com o horizonte contratual constitui prática consolidada no âmbito das principais concessões de distribuição de gás canalizado no Brasil, regidas pela metodologia Price Cap. Os entes reguladores têm adotado janelas temporais que coincidem com o início de cada concessão em seus ciclos de revisão tarifária, conforme demonstram as deliberações mais recentes:

- Arsesp (SP): período de 1999 a 2023 na revisão atualmente em curso;
- Arsp (ES): período de 2000 a 2024 na revisão prevista para 2025;
- Secretaria de Desenvolvimento Econômico (MG): período de janeiro de 2000 a dezembro de 2020 na revisão finalizada em 2021.

Tais critérios reforçam a coerência regulatória e asseguram maior aderência às características contratuais vigentes. Dessa forma, propugnamos pela adoção do intervalo compreendido entre janeiro de 1999 e dezembro de 2021, por refletir de maneira mais abrangente e fidedigna a trajetória do risco-país e maior alinhamento com as boas práticas regulatórias observadas, resultando em percentual de 3,0112% ao invés de 2,68%, adotado nos Pareceres Capet.

4. Defesa das propostas submetidas pela CEG e CEG Rio

Em face do exposto, a Naturgy manifesta-se integralmente favorável às taxas de remuneração de capital apresentadas pelas concessionárias CEG e CEG Rio, conforme documentos protocolados em 30 de junho de 2022. Entende-se que tais parâmetros refletem, com maior precisão, os riscos operacionais, setoriais e macroeconômicos inerentes às atividades das referidas concessionárias.

A viabilização de investimentos robustos e sustentáveis em setores regulados, como a distribuição de gás natural, demanda uma taxa de retorno compatível com os riscos assumidos

e em consonância com as melhores práticas de governança. Essa compatibilidade é condição *sine qua non* para a universalização do acesso ao gás natural.

Ademais, não se pode perder de vista o princípio da modicidade tarifária e a função social do serviço público delegado. Assim, a taxa de remuneração regulatória não deve ser fixada em nível excessivamente elevado, sob pena de comprometer a justa acessibilidade dos usuários.

Importa ressaltar o compromisso institucional da Naturgy com a modicidade tarifária, a elevada governança de riscos e a continuidade de serviços de excelência, ao mesmo tempo em que persegue, com segurança jurídica e econômica, novas oportunidades de investimento. Essa postura demonstra que uma remuneração regulatória adequada não constitui obstáculo à modicidade, mas, ao contrário, fundamento imprescindível para a convergência entre tarifas acessíveis e padrões elevados de qualidade técnica e operacional no longo prazo.

Diante disso, requer-se que as contribuições ora apresentadas sejam integralmente consideradas na deliberação final desta Agência Reguladora, de modo a preservar o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão, garantir a qualidade dos serviços prestados e assegurar a sustentabilidade dos investimentos no setor. Outrossim, ratifica-se a proposição original de taxa real de remuneração do capital de 13,23% para a CEG e de 12,12% para a CEG Rio, em substituição ao percentual de 8,92% constante dos pareceres Capet para ambas as concessões.

Usuário Externo (signatário):	Cia Distribuidora de Gás do RJ - CEG
Data e Horário:	16/07/2025 18:07:04
Tipo de Peticionamento:	Intercorrente
Número do Processo:	SEI-480002/006046/2025
Relacionado ao Processo Indicado:	SEI-220007/001640/2023
Protocolos dos Documentos (Número SEI):	
- Ofício direg 49	104777330
- Anexo contribuição	104777332

O Usuário Externo acima identificado foi previamente avisado que o peticionamento importa na aceitação dos termos e condições que regem o processo eletrônico, além do disposto no credenciamento prévio, e na assinatura dos documentos nato-digitais e declaração de que são autênticos os digitalizados, sendo responsável civil, penal e administrativamente pelo uso indevido. Ainda, foi avisado que os níveis de acesso indicados para os documentos estariam condicionados à análise por servidor público, que poderá alterá-los a qualquer momento sem necessidade de prévio aviso, e de que são de sua exclusiva responsabilidade:

- a conformidade entre os dados informados e os documentos;
- a conservação dos originais em papel de documentos digitalizados até que decaia o direito de revisão dos atos praticados no processo, para que, caso solicitado, sejam apresentados para qualquer tipo de conferência;
- a realização por meio eletrônico de todos os atos e comunicações processuais com o próprio Usuário Externo ou, por seu intermédio, com a entidade porventura representada;
- a observância de que os atos processuais se consideram realizados no dia e hora do recebimento pelo SEI, considerando-se tempestivos os praticados até as 23h59min59s do último dia do prazo, considerado sempre o horário oficial de Brasília, independente do fuso horário em que se encontre;
- a consulta periódica ao SEI, a fim de verificar o recebimento de intimações eletrônicas.

A existência deste Recibo, do processo e dos documentos acima indicados pode ser conferida no Portal na Internet do(a) Agência Reguladora de Energia e Saneamento Básico do Estado do Rio de Janeiro.