

À AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO

Processo Regulatório nº SEI-220007/001639/2023

COMPANHIA DISTRIBUIDORA DE GÁS DO RIO DE JANEIRO (“CEG”), já devidamente qualificada no processo em epígrafe, vem, por seus advogados abaixo assinados, tempestivamente¹, em atenção ao Of.AGENERSA/CONS-02 Nº34 e após reunião realizada na sede desta Agência Reguladora no dia 25.04.2025, se manifestar sobre o Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 107/2025, conforme fatos e fundamentos a seguir expostos.

I. NOTA INICIAL

1. Trata-se de processo regulatório que tem por objeto a 5ª Revisão Tarifária Quinquenal da Concessionária CEG. Nesse contexto, por meio da correspondência GREG-033/22 (49132836), foi encaminhado o estudo referente à definição da Taxa de Remuneração para a 5ª Revisão Quinquenal, bem como à fixação da Base Inicial de Remuneração de Ativos.

2. Dessa forma, por meio do Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 156/2023, a Câmara Técnica realizou sua primeira análise dos estudos apresentados pela Concessionária. Já nessa análise inicial, e em discordância com alguns dos pontos apresentados pela CEG, a CAPET sugeriu a adoção da Taxa de Remuneração de 9,37%. Posteriormente, ao reavaliar seu próprio parecer e a metodologia utilizada, a CAPET apresentou o Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 107/2025, no qual concluiu que a Taxa de Remuneração deveria ser ainda menor: 8,84%. Importa destacar, contudo, que tal alteração de entendimento decorreu da adoção da metodologia aplicada no âmbito da 4ª Revisão Tarifária, a qual foi fruto de acordo específico celebrado à época, sem a pretensão de vincular revisões futuras.

¹ Conforme determinado no Of.AGENERSA/CONS-02 Nº34, o prazo para a entrega das manifestações em tela, se esgota em 05.05.2025.

3. Não obstante, conforme deliberado em reuniões realizadas na sede desta Agência Reguladora, nos termos do Ofício AGENERSA/CONS-02 nº 34, e aqui reiterado, há alguns pequenos pontos conceituais apresentados no Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 107/2025 — documento que merece profundo respeito e admiração por parte da Concessionária e dos signatários — sobre os quais a Concessionária possui entendimento diverso. Dessa forma, em espírito de cooperação e com o objetivo de atender integralmente às exigências desta egrégia Agência Reguladora, vêm prestar os devidos esclarecimentos.

II. PREMISSA BÁSICA:

TAXA DE REMUNERAÇÃO DE CAPITAL COMO REFERENCIAL PARA INVESTIDORES

4. Como se sabe, a Taxa de Remuneração de Capital é de indiscutível relevância âmbito de uma concessão de serviço público. Isso porque, se nos contratos administrativos de desembolso tem-se a previsão fechada de orçamento com linearidade de receitas e encargos, nos de longo prazo têm-se picos de receitas e vales de investimentos – estes a depender daqueles.

5. Diante disso, no âmbito das concessões, é do contratado a responsabilidade pelo aporte inicial, bem como por todos os desembolsos periódicos ao longo da execução. Ademais, nas palavras de Egon Bockmann Moreira², a contraprestação correspondente a tais investimentos (nas concessões comuns advinda das tarifas suportadas pelos usuários), como regra geral, só será percebida a posteriori e de modo fragmentado.

6. E é justamente nesse cenário que se entende a taxa de remuneração como o que torna um empreendimento atrativo ou não a um determinado nível de risco e dimensão do negócio. Nesse contexto, que os parâmetros e critérios para a formação das taxas se revelam de absoluta importância, de forma que a desconsideração de um ou outro critério pode ocasionar severos impactos à prestação do serviço público concedido, inclusive desincentivando os investimentos necessários em infraestrutura.

7. Diante disso, em um processo de revisão ordinária como o presente, a taxa de remuneração se revela fundamental para o cálculo da tarifa, em meio a um relevante

² MOREIRA, Egon Bockmann; GUZELA, Rafaella Peçanha. Contratos Administrativos de longo prazo, equilíbrio econômico-financeiro e Taxa Inteira de Retorno (TIR). In: MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). *Contratos administrativos, equilíbrio econômico-financeiro e a taxa interna de retorno: a lógica das concessões e parcerias público-privadas*. Belo Horizonte: Fórum. p. 337-356.

trabalho de definição de custos de referência e de uma nova projeção de demanda, de forma a estabelecer diversos retratos do contrato em estado de equilíbrio, cada um deles com vigência em um período entre revisões ordinárias.

8. Portanto, na determinação da taxa de remuneração de capital, deve-se considerar que (i) a rentabilidade deve respeitar o princípio de razoabilidade dos contratos, levando em consideração as características específicas do serviço público de distribuição de gás canalizado; (ii) o serviço de distribuição de gás canalizado prestado pela Concessionária é impactado por elevado capital imobilizado e investimentos programados, cuja remuneração dependerá da definição da base de capital e da taxa de rentabilidade aplicada a esta base; e (iii) faz-se necessária a adequação da remuneração do capital dos investidores aos riscos e custos reais de capital, presentes no setor.

9. Nesse contexto, é fundamental compreender que, no processo de revisão tarifária, define-se a taxa de remuneração do custo de capital, a qual deve refletir um valor adequado às condições de mercado. **Um valor fixado abaixo do custo real de oportunidade pode desincentivar novos investimentos e, consequentemente, comprometer a expansão e a qualidade dos serviços prestados.**

10. Considerando a relevância desse parâmetro para a sustentabilidade do setor, passa-se à análise das principais divergências identificadas no Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 107/2025.

III. DIVERGÊNCIAS:

ESMIUÇANDO CONCEITOS E FÓRMULAS

11. Como se sabe, o Contrato de Concessão prevê na Cláusula Sétima a fórmula básica da Taxa de Remuneração de Capital, “Taxa de Remuneração de Capital = $R_{CAPM} = R_f + \beta_{na} * (R_m - R_f) + R_B$, onde, R_f , é a taxa real livre de risco, β é o parâmetro que relaciona o risco sistemático (não diversificável) do setor de atuação da concessionária ao retorno do mercado como um todo, Prêmio de risco é a diferença entre o retorno esperado do mercado como um todo e a taxa livre de risco (R_f), e R_B , é o “risco Brasil”.

iii.1 – Beta não alavancado

12. O primeiro ponto de divergência entre o Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 107/2025 e a proposta apresentada pela Concessionária refere-se ao lapso temporal considerado para o cálculo do β_{na} . Esclarecendo: enquanto a proposta original baseou-se no cálculo do Beta Não Alavancado (β_{na}) de empresas do setor de distribuição de óleo e gás no mercado norte-americano, utilizando o intervalo de 2017 a 2021 com dados de Damodaran (2022), a CAPET, por sua vez, adotou uma metodologia distinta. O órgão utilizou médias móveis, ou seja, calculou a "média das médias" dos últimos dez anos — especificamente os períodos 2014–2018, 2015–2019, 2016–2020, 2017–2021 e 2018–2022 — com base nos dados atualizados de Damodaran (2023).

13. Dessa forma, verifica-se que a utilização da metodologia de média móvel, conforme adotada pela CAPET, não se mostra adequada para o cálculo do β_{na} . A prática metodológica correta, conforme amplamente reconhecida em estudos de avaliação de risco, é a utilização da média simples dos últimos cinco anos. Importante destacar que, conforme esclarecido na aba "Explanations & FAQ" do arquivo Excel disponibilizado por Damodaran, o valor de $\beta_{na} = 0,8529$ já incorpora essa média quinquenal, precisamente para atenuar eventuais volatilidades e ruídos nos dados. No próprio site³, nas descrições dos conceitos e premissas do estudo, o Professor Damodaran, confirma que os dados relativos Beta são dos últimos 5 anos, analisado empresa a empresa (Distribuição de Gas) e quando são inferiores a 2 anos são desconsiderados (o que, segundo a análise da concessionária, não havia nenhuma empresa com essa característica).

14. Assim, a comparação com o β_{na} de 0,6723, apurado pela CAPET com base em médias móveis de dez anos, revela uma diferença substancial, a qual possui impacto relevante na definição da taxa de remuneração do capital, não podendo ser desprezada no âmbito da presente revisão tarifária. E dado que esta informação começou a ser publicada na metade de 2018, até a própria 4RTI não foi empregada esse critério.

iii.2 – Divergência quanto à não utilização do Beta Alavancado pela CAPET

15. Outra relevante divergência identificada entre os pareceres técnicos e a proposta apresentada pela Concessionária refere-se à não utilização, por parte da CAPET, do

³ Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm>

Beta Alavancado no cálculo do custo de capital. Como se sabe, conforme estabelecido pela literatura econômica e financeira (Damodaran, 2010), o Beta Alavancado reflete o risco sistêmico da empresa considerando sua estrutura de capital, especialmente o nível de endividamento. Empresas mais alavancadas tendem a apresentar Betas maiores, em razão da maior exposição a riscos financeiros, de modo que a adequada mensuração desse parâmetro é fundamental para a correta estimativa do custo de capital.

16. A consideração do Beta Alavancado no cálculo do custo de capital é essencial porque ele reflete o risco efetivamente assumido pelos investidores, que não depende apenas da volatilidade operacional do setor, mas também da estrutura de financiamento da empresa. O Beta Não Alavancado (β_{na}) assume que a empresa não possui dívidas.

17. Nesse sentido, para que o custo de capital reflita adequadamente o risco real das operações, é imprescindível "alavancar" o Beta, ajustando-o pela relação dívida/patrimônio líquido (D/E) e pela taxa de imposto (T), conforme a equação de Hamada. O Beta Alavancado (β_a) obtido representa, de maneira mais fiel, o risco total suportado, ao incorporar tanto o risco operacional quanto o risco financeiro. A omissão desse ajuste resulta na subavaliação do risco e na definição de uma taxa de remuneração inadequada, prejudicando a atratividade de investimentos e o equilíbrio econômico-financeiro da concessão.

18. A proposta original elaborada pela Concessionária seguiu a metodologia consagrada, considerando a estrutura de capital observada no período de 2017 a 2021. Para a CEG, adotou-se uma relação dívida/patrimônio de 43,7%, resultando em um Beta Alavancado de 1,2902, enquanto para a CEG Rio considerou-se uma relação dívida/patrimônio de 32,3%, resultando em um Beta Alavancado de 1,1217. Por outro lado, nos Pareceres CAPET 156/2023 e 107/2025, a consideração do ajuste do Beta pela estrutura de capital foi desconsiderada, em clara desconformidade com as melhores práticas de mercado e com os princípios de justa remuneração do capital investido.

19. Tal omissão compromete a adequada mensuração do risco inerente às operações da Concessionária, resultando em um custo de capital subestimado e, por conseguinte, em potenciais prejuízos à capacidade de investimentos futuros e à qualidade dos serviços prestados.

iii.4 – Divergência quanto ao período de cálculo do Risco Brasil

20. Outra divergência relevante diz respeito à alteração, pela CAPET, da metodologia de cálculo do “Risco Brasil” (RB). Observa-se que, no âmbito do Parecer CAPET nº 107/2025, foi modificada a janela temporal utilizada, passando-se a considerar apenas o intervalo de 2007 a 2021, diferentemente do critério anteriormente adotado, que abrangia o período desde janeiro de 1999 até dezembro de 2021.

21. Tal mudança foi justificada pela CAPET com fundamento na metodologia aplicada durante a 4ª Revisão Tarifária. Contudo, é importante destacar que, à época, a adoção desse critério resultou de acordo específico celebrado entre as partes, sem a pretensão de se estabelecer um precedente vinculante para as revisões tarifárias futuras. Esse entendimento, inclusive, foi reiteradamente manifestado pela Concessionária ao longo dos trâmites conciliatórios:

cálculos apresentados. Nesse contexto, a proposta de cálculos apresentada representa apenas uma simulação do impacto tarifário das soluções consensuais propostas pela Concessionária, uma vez que o ciclo tarifário 2018-2022 já foi finalizado e, por isso, os cálculos propostos não terão efeitos práticos no ciclo em análise. Por fim, os cálculos apresentados não implicam na renúncia de quaisquer direitos por parte das Concessionárias.

3. Ressalta-se, nessa perspectiva, que à luz do princípio da confidencialidade, previsto no art. 2º, VII, da Lei 13.140/15, as premissas e condições propostas são absolutamente sigilosas e não vinculantes, possuindo fim meramente instrutivo para as tratativas de pré-mediação, e, portanto, não podem ser utilizados em qualquer outro processo ou procedimento.

(Doc. SEI 67846710)

22. No mesmo sentido, observa-se que a minuta do acordo não apresenta qualquer menção ao entendimento de que a metodologia de cálculo adotada para a resolução do conflito seria estendida às demais revisões tarifárias ou compreendida como verdade absoluta. Prova disso é que, nas razões finais apresentadas no âmbito do julgamento da 4ª Revisão Tarifária — ocasião em que o referido acordo foi analisado —, as empresas CEG e CEG Rio manifestaram-se, mais uma vez e de forma expressa, no sentido de que: (i) não concordavam com o lapso temporal adotado para o cálculo do Risco Brasil; e (ii) a renúncia realizada por meio da celebração do acordo teve por objetivo exclusivo a resolução da 4ª Revisão Tarifária:

19. Ademais, a consultoria da UFF, utilizada por essa AGENERSA, utilizou uma janela temporal insuficiente para o cálculo do “risco Brasil”, excluindo um período importante ao qual o capital investido foi submetido. Desta forma, existem bens que compõem a Base de Remuneração de Ativos atual que foram realizados ao longo do período desconsiderado. Ademais, desconsiderou também que o país passou por algumas crises econômicas ao longo das últimas décadas.

20. Desse modo, a abordagem utilizada pela UFF é insuficiente porque distorce as decisões futuras de investimento, e se torna insustentável em períodos de elevação do custo de capital no mercado de capitais, o que resultará numa taxa de remuneração regulatória inferior à taxa de retorno exigida pelo mercado.

(Doc. SEI 87317723)

plenamente válido e foi aprovado por diversos órgãos. Ademais, a CEG Rio está renunciando, também, à revisão da taxa de remuneração do capital, o que terá um impacto significativo nas receitas da Concessionária. E, ainda, renunciando à discussão referente à recuperação do erro da metodologia Deloitte utilizada na 3ª Revisão Tarifária, a qual tem direito.

52. Tais direitos, que a CEG Rio se propôs a renunciar em prol da pacificação do ambiente de negócios e da segurança jurídica para a resolução da 4ª RTI, reduzem, de maneira significativa, o valor que a Concessionária receberia com a consideração de todos esses direitos.

(Doc. SEI 87317723)

23. Assim, o entendimento atualmente adotado pela CAPET não é pacífico e tampouco corresponde ao entendimento da Concessionária, que defende a necessidade de manutenção da metodologia tradicional, abrangendo a série histórica mais longa.

24. No que tange à distorção causada pela escolha arbitrária de uma janela temporal mais curta para o cálculo do “Risco Brasil”, observa-se a desconsideração do horizonte dos investimentos já realizados. Existem bens que compõem a Base de Remuneração de Ativos atual que foram implementados ao longo do período desconsiderado pela nova metodologia. Notoriamente, os primeiros anos de uma concessão são marcados por grandes investimentos, de modo que a exclusão dos dados anteriores a 2007 desconsidera justamente o momento de maior desembolso da Concessionária.

25. Porém, não é só isso. Em razão das condições econômicas do país, na década de 1990, as concessões tiveram uma taxa de remuneração elevada. Com o passar dos anos, os

projetos estimaram uma taxa de remuneração mais baixa, inclusive, que os riscos reais da época, por imposição do governo. Tal fato somente foi possível devido à redução do risco Brasil, das taxas de juros reais e da inflação.

26. Essas variações macroeconômicas demonstram que uma série histórica mais curta do “Risco Brasil” não se mostra coerente com as decisões de investimento de longo prazo relativas ao setor de distribuição de gás natural. Além disso, atribui-se peso excessivo a um período recente e atípico de estabilidade econômica. O perigo dessa abordagem é justamente distorcer as decisões futuras de investimento, tornando o modelo insustentável em cenários de elevação do custo de capital no mercado. Nessa hipótese, a taxa de remuneração regulatória seria fixada em níveis inferiores à taxa de retorno exigida pelos investidores, dificultando severamente a captação de recursos para novos investimentos e comprometendo, em última instância, a prestação adequada dos serviços públicos delegados.

27. Em especial, quanto ao Risco Brasil, nota-se que a adoção pela CAPET de uma série temporal reduzida, limitando o intervalo histórico de análise para 2007–2021, resultou na fixação de um risco inferior (2,68%) em comparação àquele obtido com a metodologia tradicional utilizada pela FGV (3,0112%). Tal diferença, embora aparentemente modesta, gera efeitos relevantes quando incorporada à fórmula do custo de capital, reduzindo a remuneração projetada e, conseqüentemente, afetando a sustentabilidade econômico-financeira da concessão.

IV. CONCLUSÃO

28. À luz das considerações expostas, torna-se fundamental a adoção de metodologias consolidadas e alinhadas aos princípios regulatórios de segurança jurídica, equilíbrio econômico-financeiro e atração de investimentos. A concessionária reitera sua plena disposição para dialogar de forma aberta e construtiva sobre o tema, buscando a construção de soluções que assegurem a continuidade e a expansão dos serviços públicos regulados, evitando, assim, eventuais riscos de desestímulo ao setor.

Nestes termos,

p. deferimento.

Rio de Janeiro, 24 de abril 2025.

João Paulo da Silveira Ribeiro
OAB/RJ 169.991

Bruna Ammon Lisboa
OAB/RJ 218.512