

À Agência Reguladora de Energia e Saneamento Básico do Estado do Rio de Janeiro
– AGENERSA

At.: Dr. Vladimir Paschoal Macedo - Conselheiro-Relator

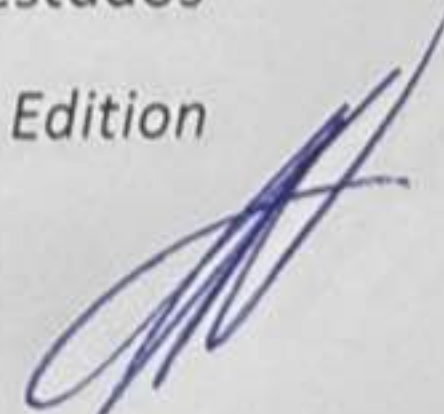
Assunto: Contribuição da EVOLUÇÃO referente à manifestação em Razões Finais, sobre a metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital a ser aplicada nas 5^{as} Revisões Quinquenais de Tarifas das Concessionárias CEG e CEG Rio, Processos Regulatórios nos SEI-220007/001639/2023 e SEI-220007/001640/2023.

Prezados Senhores, nossa contribuição trata dos Processos Regulatórios SEI-220007/001639/2023 e SEI-220007/001640/2023 e visa a metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital a ser aplicada nas 5^{as} Revisões Quinquenais de Tarifas das Concessionárias CEG e CEG Rio.

Analisou-se a documentação disponibilizada, inclusive os Relatórios Finais do Grupo de Trabalho para a CEG e CEG Rio e os Pareceres da Procuradoria, que recomendam à AGENERSA não aceitar as sugestões contidas nas contribuições e manter a TRC nominal em 11,26% a.a. e a TRC real em 8,92% a.a..

Ao não aceitar todas as contribuições apresentadas pelos agentes e demonstrando entendimento que persistem distorções nos cálculos apresentados pela AGENERSA, inclusive na metodologia do Risco Brasil, observa-se como relevante a proposta elaborada pela ANP no âmbito do processo de revisão tarifária das transportadoras de gás canalizado, ora em andamento. Em sua Nota Técnica 2/2025/SIM-CTR, a ANP defende que se trata um mecanismo para corrigir as distorções apresentadas no cálculo tradicional - item 2.3.5.1, como o "... aprimoramento mais significativo e teoricamente relevante na metodologia proposta é a incorporação do multiplicador de volatilidade para o Prêmio de Risco Brasil".

Observamos que as avaliações metodológicas elaboradas pela CAPET-AGENERSA utilizam como uma das suas principais referências, principalmente no cálculo do Beta (pags. 3 e 4), os trabalhos de Aswath Damodaran. E justamente Damodaran atualizou os seus estudos e publicou *Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2025 Edition*



Updated: July 14, 2025- School of Business adamodar@stern.nyu.edu.

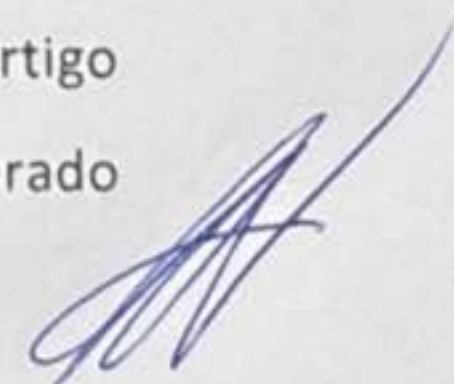
A proposta da ANP considera essa contribuição citando o texto da pag. 83 do referido original e introduzir uma atualização metodológica que corrige a inconsistência no Risco Brasil ao introduzir um Multiplicador de Volatilidade, expresso pela razão entre o desvio-padrão do mercado acionário e o desvio-padrão do título de dívida soberana. O racional econômico subjacente é que, ao multiplicar o prêmio de risco soberano (obtido do CDS) pela razão de volatilidades, obtém-se uma estimativa mais precisa do prêmio.

A ANP justifica a introdução do multiplicador como um ajuste matemático para diferenciar apropriadamente o risco do capital acionário (equity) do risco da dívida soberana. A metodologia anterior, estabelecida na Nota Técnica nº 13/2019-SIM, somava o prêmio de risco-país (EMBI+ Brasil) - que é essencialmente um prêmio de risco de dívida - diretamente ao cálculo do custo de capital próprio, assumindo implicitamente que o prêmio adicional requerido para investir em ações no Brasil era idêntico ao prêmio requerido para emprestar recursos ao governo brasileiro. E prossegue a ANP:

“Esta abordagem, embora prática e amplamente utilizada no passado, apresenta uma inconsistência teórica fundamental. O capital acionário, por sua natureza residual na estrutura de capital das empresas, possui um risco sistemático superior ao da dívida soberana, mesmo quando ambos estão expostos ao mesmo ambiente de risco-país. Esta diferença decorre do fato de que os acionistas, ao contrário dos credores, não possuem garantias contratuais de remuneração e estão subordinados a todos os demais credores em caso de dificuldades financeiras da empresa”.

E conclui a ANP:

“O racional econômico subjacente é que, ao multiplicar o prêmio de risco soberano (obtido do CDS) pela razão de volatilidades, obtém-se uma estimativa mais precisa do prêmio adicional que os investidores exigem para alocar capital em ações de empresas brasileiras, considerando o risco sistemático adicional inerente ao capital acionário. O valor de 1,44 adotado nesta atualização, extraído diretamente do artigo de Damodaran (2025, p. 83), indica que o prêmio de risco para *equity* é considerado



44% superior ao prêmio de risco de default soberano, refletindo uma compreensão mais sofisticada e teoricamente consistente do risco.

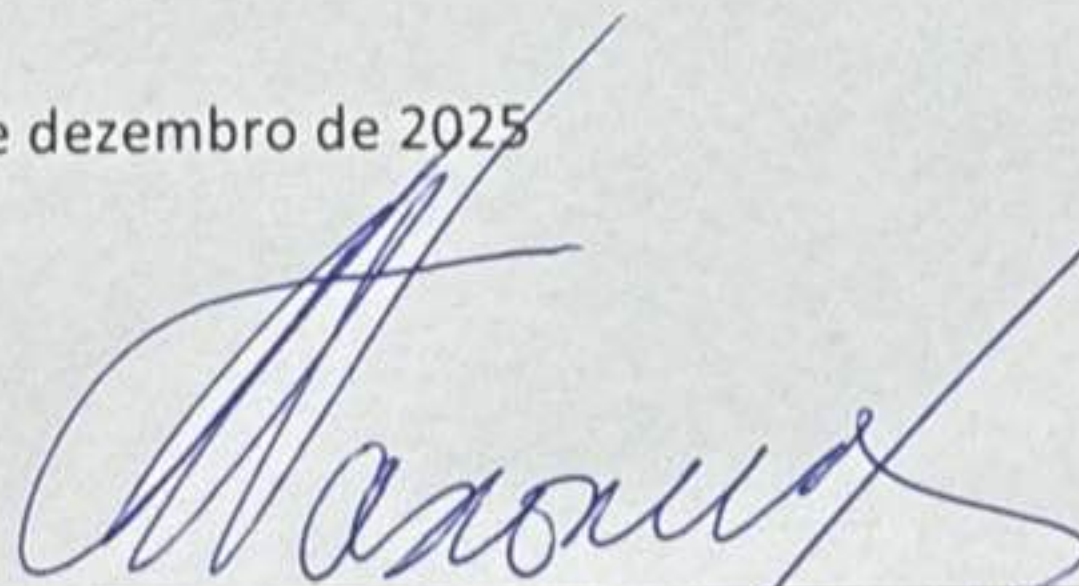
Este aperfeiçoamento metodológico representa um avanço significativo na prática regulatória brasileira e permite uma remuneração mais adequada e tecnicamente fundamentada do capital acionário investido no setor de transporte de gás natural.”

E como seria aplicado o multiplicador proposto?

O multiplicador de 1,44, é aplicado sobre o Risco País, no caso da CEG e CEG Rio sobre o valor do Risco Brasil. A AGENERSA estabeleceu o valor do Risco Brasil em 0,0268, este passaria a $0,0268 \times 1,44 = 0,03852$. E o cálculo final da Taxa de Remuneração do Capital- TRC nominal resultaria em 0,1243 (12,43%), em vez de 0,1126 (11,26%). A seguir deve ser aplicada a fórmula para a obtenção da TRCR (real) a ser aplicada a ambas as concessões.

O objetivo da presente contribuição é, reconhecendo e respeitando a metodologia clássica aplicada pela AGENERSA, apoiada em Damodaran, propor uma correção no valor do Risco Brasil com base justamente nos mais recentes trabalhos de Damodaran, em *Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2025 Edition Updated: July 14, 2025*. Consta na publicação cálculo específico para o Brasil, e apoiado nas considerações da ANP, visando a correção das distorções, sugere-se que a AGENERSA incorpore nos valores finais do TRC e TRCR o termo multiplicador, tornando consistentes e atualizados os valores da CEG e CEG Rio.

Rio de Janeiro, 10 de dezembro de 2025



Marcus Costa Vasconcellos
Evolução Consultoria em Negócios e Regulação Ltda.