

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

Processo Regulatório nº SEI-220007/001640/2023

CEG RIO S.A. (“CEG RIO”), já devidamente qualificada no processo em epígrafe, vem, por seus advogados, em atenção ao Of.AGENERSA/CONS-02 Nº181 e com fundamento no art. 49, § 2º, do Regimento Interno desta Agência, oferecer as suas **RAZÕES FINAIS**, conforme os fatos e fundamentos expostos a seguir.

I. NOTA INICIAL

1. Trata-se de processo regulatório que tem por objeto a 5ª Revisão Tarifária Quinquenal da Concessionária CEG Rio. Nesse contexto, por meio da correspondência GREG-034/22 (49133496), 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. Durante todo o trâmite processual, a Concessionária buscou demonstrar que a taxa de remuneração proposta pela CAPET, em sua maioria, reproduziu critérios da 4ª Revisão Quinquenal vinculados a um acordo específico, os quais foram indevidamente tratados como parâmetros definitivos para revisões futuras, sem considerar a realidade do mercado e as inconsistências metodológicas, diversas vezes apontadas ao longo do processo. Em síntese, já se demonstrou nesses autos que: (i) houve utilização de médias móveis de 10 anos no cálculo do Beta não alavancado, em vez da média quinquenal recomendada; (ii) não se aplicou o Beta alavancado, que refletiria de forma mais adequada o risco financeiro da empresa; e (iii) a série histórica do “Risco Brasil” foi limitada ao período de 2007–2021, considerado curto e sujeito a distorções.

3. Mesmo diante das inúmeras manifestações apresentadas pela Concessionária ao longo do processo, o Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 144/2025 (doc.

100496156) limitou-se a reafirmar a manutenção da metodologia já adotada para o cálculo da Taxa de Remuneração de Capital na 5ª Revisão Quinquenal. Assim, apesar das inconsistências metodológicas apontadas e da evolução dos parâmetros de mercado, a CAPET optou por preservar integralmente o modelo previamente aplicado, sem promover os ajustes técnicos necessários para refletir de forma adequada o risco e as condições econômicas atuais.

4. Na sequência da tramitação, foram divulgados os Editais da Consulta Pública (doc. 101685807) e da Audiência Pública (doc. 101686914), ocasião em que diversos órgãos públicos competentes, bem como agentes de mercado direta e indiretamente impactados, apresentaram ampla gama de contribuições (docs. 104824135, 104879093, 104879114, 104879118, 104878713, 104879596, 104879135, 104879610, 104879627, 104879629, 104878340, 104879669 e 104879670).

5. Após a análise das contribuições, apresentadas na Consulta e Audiência Pública sobre a metodologia e os parâmetros de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital (TRC) a ser aplicada na 5ª Revisão Quinquenal das Concessionárias CEG e CEG Rio, o Grupo de Trabalho concluiu que *“as sugestões recebidas foram relevantes e qualificadas, contribuindo para o aperfeiçoamento do debate técnico e para a transparência do processo regulatório”*. No entanto, à luz do contrato de concessão, das práticas regulatórias consolidadas e dos pareceres técnicos AGENERSA/CAPET nº 143/2025 e 144/2025, entende-se que as propostas devem ser rejeitadas ou parcialmente acolhidas, uma vez que não demonstraram ganho metodológico ou aderência ao modelo contratualmente previsto (CAPM puro, sem ponderação de capital de terceiros)”.

6. Constata-se, assim, que o grupo de trabalho, mais uma vez, optou por não acolher a maior parte das propostas apresentadas — propostas essas, em sua maioria, alinhadas às práticas de mercado, às boas metodologias regulatórias e coerentes entre si. Ainda assim, prevaleceu a decisão de manter integralmente a posição originalmente defendida pela CAPET, a despeito das inúmeras demonstrações técnicas, devidamente fundamentadas, que apontavam para a necessidade de ajustes metodológicos em sentido diverso.

7. Diante desse cenário, a Concessionária foi instada a apresentar suas razões finais acerca do tema “Taxa de Remuneração”, ocasião em que reafirmará integralmente sua posição técnica — sustentada ao longo de todo o processo — em sentido divergente das conclusões adotadas pela CAPET e pelo grupo de trabalho. Tal posição permanece fundada,

sobretudo, nas inconsistências metodológicas reiteradamente apontadas: (i) a utilização de médias móveis de 10 anos no cálculo do Beta não alavancado, em lugar da média quinquenal recomendada; (ii) a não aplicação do Beta alavancado, capaz de refletir de forma mais adequada o risco financeiro da empresa; e (iii) a limitação da série histórica do “Risco Brasil” ao período de 2007–2021, considerado curto e suscetível a distorções.

8. Como se verá nos parágrafos seguintes, a Concessionária passará a expor de forma sistematizada os fundamentos que evidenciarão a inadequação da metodologia mantida pela Agência.

II. PREMISSA BÁSICA:

TAXA DE REMUNERAÇÃO DE CAPITAL COMO REFERENCIAL PARA INVESTIDORES

9. Como se sabe, a Taxa de Remuneração de Capital é de indiscutível relevância no 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.

10. 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 Moreira¹, 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.

11. E é justamente nesse cenário que a taxa de remuneração torna um empreendimento atrativo ou não a um determinado nível de risco e dimensão do negócio. Não é por acaso que os parâmetros e critérios adotados para a sua formação são extremamente importantes, uma vez que a desconsideração de um ou outro ponto pode ocasionar severos impactos à prestação do serviço público concedido, inclusive desincentivando os investimentos necessários em infraestrutura.

¹ 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.

12. 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 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.

13. 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.

14. 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, conseqüentemente, comprometer a expansão e a qualidade dos serviços prestados.**

15. 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. METODOLOGIA FGV: RIGOR TÉCNICO E CIENTÍFICO

16. 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”. Trata-se de metodologia amplamente consolidada nos ambientes regulatório e financeiro, concebida para assegurar a

mensuração adequada do retorno, em estrita consonância com as melhores práticas de mercado e com os padrões técnicos internacionalmente reconhecidos.

17. A metodologia aplicada pela FGV pautou-se pelo rigor técnico e científico, com a utilização de fontes oficiais e de séries históricas robustas e consistentes para a definição de cada um dos parâmetros do CAPM, a saber:

- Taxa livre de risco (R_f): 3,9985%, calculada a partir dos rendimentos médios dos títulos do Tesouro dos EUA (US10Y), em janela de 30 anos (1992–2021);
- Beta não alavancado (β_{NA}): 0,8529, obtido pela média de 5 anos das empresas de distribuição de petróleo e gás nos EUA, conforme Damodaran;
- Estrutura de capital: 32,3134% dívida e 67,6866% patrimônio líquido, refletindo a proporção média da empresa nos últimos 5 anos (2017–2021);
- Prêmio de risco de mercado ($R_m - R_f$): 6,7100%, correspondente à diferença histórica entre os rendimentos médios anuais do S&P 500 e do US10Y (1928–2021); Risco Brasil (R_B): 3,0112%, apurado pela mediana das médias anuais do EMBI+BR (1999–2021); e
- Inflação EUA: 2,1506%, referente à média anual do CPI (2011–2021), conforme dados do Bureau of Labor Statistics.

18. O resultado técnico consolidado pela FGV apontou uma taxa nominal de 14,54%, convertida em taxa real de 12,12% por meio da aplicação da Equação de Fisher anteriormente transcrita. Passa-se, agora, a examinar, à luz das manifestações apresentadas pelos agentes de mercado nas chamadas e consultas públicas, os principais pontos de divergência entre os estudos elaborados pela FGV e os entendimentos posteriormente adotados pela Câmara Técnica e pelo grupo de trabalho.

IV. HARMONIZAÇÃO DE INTERESSES REGULATÓRIO-SOCIAIS

19. A Concessionária reconhece que o processo regulatório deve refletir não apenas a solidez metodológica, mas também a legitimidade decorrente da participação social, em conformidade com os princípios da transparência, da razoabilidade e da legalidade administrativa. Reafirma-se, ainda, o compromisso institucional com a modicidade tarifária, a adequada governança de riscos e a continuidade da prestação de serviços com elevados padrões

de qualidade, garantindo segurança jurídica e econômica indispensáveis à realização de novos investimentos.

20. Embora mantenha plena confiança na consistência técnica dos cálculos apresentados pela FGV, as contribuições recebidas durante a Consulta Pública e a Audiência Pública demonstraram a importância de compatibilizar parâmetros técnico-científicos com a percepção social acerca da razoabilidade da remuneração do capital regulado.

21. Nesse contexto, e em observância ao princípio da modicidade tarifária e ao equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão, a Concessionária propõe a adoção da taxa real de 10,03% como referência para o ciclo tarifário em análise. Trata-se de patamar mínimo aceitável, abaixo do qual se inviabilizariam novos investimentos, comprometendo o fluxo de caixa, reduzindo a capacidade de financiamento e impactando diretamente a expansão e a universalização do acesso ao gás natural.

iv.1 – Beta não alavancado

22. A Concessionária reafirma a necessidade técnica de proceder ao realavancamento do Beta, conforme a metodologia aplicada pela FGV, por se tratar do procedimento que captura o risco financeiro inerente à atividade regulada e, portanto, assegura a adequada determinação da taxa de remuneração do capital. Trata-se de etapa metodológica essencial para refletir, de forma precisa, a estrutura de capital e o nível de risco efetivamente suportado pela Concessionária.

23. Todavia, considerando ao princípio da participação social que orienta o processo regulatório, admite-se, para fins de composição e razoabilidade, a possibilidade de não realizar o realavancamento, contanto que o parâmetro Beta seja calculado pela média simples dos cinco anos imediatamente anteriores ao ano de referência (2018–2022). Tal abordagem, preserva a aderência às práticas técnicas consolidadas e evita as distorções que poderiam decorrer da média das médias dos Betas desalavancados referentes ao mesmo período, metodologia essa que resultaria na indevida ampliação da janela de análise para 2014–2022.

24. Explica-se, em seu cálculo originário, a CAPET utilizou as 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).

25. 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 adoção da janela de cinco anos imediatamente anteriores ao ano de referência para a revisão tarifária do beta representa a prática metodológica mais consistente e alinhada aos referenciais internacionais, conforme reconhecido por órgãos reguladores como a Federal Energy Regulatory Commission (FERC), nos Estados Unidos, e pela Agency for the Cooperation of Energy Regulators (ACER), na União Europeia. Tal prática reflete de forma mais fidedigna o risco sistemático contemporâneo das empresas do setor, evitando distorções decorrentes da ampliação indevida da série histórica pela metodologia da média das médias. Benchmarks regulatórios em mercados maduros consolidam o uso de janelas quinquenais justamente por capturar com maior precisão as condições recentes de mercado e o perfil de risco das companhias, assegurando aderência às melhores práticas globais

26. Além disso, autoridades regulatórias nacionais já reconheceram que séries excessivamente longas podem diluir a relevância dos dados mais atuais, comprometendo a robustez da modelagem. Assim, a utilização da média simples dos últimos cinco anos garante equilíbrio entre rigor técnico e representatividade, fortalecendo a legitimidade da taxa de remuneração de capital e preservando a coerência metodológica do processo regulatório.

27. Portanto, 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 na própria 4RTI não foi empregado tal critério.

iv.2 – Período de cálculo do Risco Brasil

28. Adicionalmente, em atenção às manifestações apresentadas no âmbito da participação social, a Concessionária acolhe a proposta de não utilizar o intervalo histórico de 1999 a 2021 para a aferição do risco-país, adotando, em conformidade com a posição da CAPET, o período iniciado em 2007. Essa decisão representa um gesto concreto de alinhamento às contribuições recebidas durante o processo consultivo e demonstra a disposição da

Concessionária em equilibrar critérios técnicos com percepções socialmente legitimadas, ainda que disso decorra o afastamento de parâmetros historicamente empregados.

29. Não obstante, é importante registrar que tal escolha não implica renúncia à metodologia tradicional, que privilegia séries temporais mais amplas para o risco país por assegurarem maior robustez à modelagem econômica e melhor capacidade de captar as transformações estruturais do país, ao longo dos ciclos de concessão. A Concessionária ressalta, assim, que a adoção de janelas históricas mais extensas continua sendo, sob a ótica técnico-econômica, a abordagem mais consistente; contudo, em respeito à legitimidade do processo participativo, admite-se a utilização do recorte temporal proposto pela CAPET para fins de composição e razoabilidade regulatória.

IV. CONCLUSÃO

30. Diante do exposto, a Concessionária reafirma a consistência técnica e metodológica da taxa de remuneração de capital apurada pela FGV, destacando que seus parâmetros refletem de forma precisa o risco financeiro da atividade regulada e se encontram em consonância com as melhores práticas do ambiente regulatório e financeiro. Ao mesmo tempo, reconhece a importância da participação social como elemento legitimador do processo regulatório, valorizando as contribuições apresentadas durante a Consulta e a Audiência Públicas, como componentes essenciais para a construção de decisões equilibradas, transparentes e juridicamente seguras.

31. Nesse contexto, a Concessionária ressalta seu compromisso institucional com a modicidade tarifária, com a adequada governança de riscos e com a continuidade da prestação de serviços de excelência, assegurando segurança jurídica e econômica indispensáveis à realização de novos investimentos e à expansão sustentável da infraestrutura de gás canalizado. Em atenção às contribuições recebidas e em conformidade com o Contrato de Concessão, sugere-se a adoção da taxa real de 10,03% como parâmetro aplicável à 5ª Revisão Tarifária Quinquenal, tratando-se de valor que concilia o necessário equilíbrio econômico-financeiro com a responsabilidade tarifária em benefício dos consumidores.

32. Diante de tais fundamentos, requer-se que a AGENERSA homologue a taxa de remuneração de capital de 10,03% para o ciclo tarifário em curso, assegurando o equilíbrio

entre a justa remuneração dos investimentos, e a modicidade tarifária em benefício dos consumidores.

33. A Concessionária reitera, por fim, sua plena disposição para manter diálogo aberto e construtivo sobre o tema, contribuindo para a construção de soluções que promovam a continuidade e a expansão dos serviços públicos regulados, evitando potenciais riscos de desestímulo ao setor.

Nestes termos,

p. deferimento.

Rio de Janeiro, 04 de dezembro 2025.

João Paulo da Silveira Ribeiro

OAB/RJ 169.991

Bruna Ammon Lisboa

OAB/RJ 218.512