

NOTA TÉCNICA 02/2025

REFERÊNCIA: Cálculo da Taxa de Desconto para a 5ª Revisão Quinquenal do Contrato de Concessão da CEG e CEG Rio S/A

A presente Nota Técnica tem por objetivo apresentar as contribuições complementares da equipe da **FGV** em relação ao tema “metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital a ser aplicada nas 5ªs Revisões Quinquenais de Tarifas das Concessionárias CEG e CEG Rio”.

Considerando a realização da Consulta Pública nº 02/2025, realizada no período de 16/06/2025 a 16/07/2025;

Considerando a realização da Audiência Pública realizada em 23 de julho de 2025;

Considerando as contribuições recebidas durante a Consulta Pública Nº 02/2025 e a Audiência Pública relativa ao tema;

Considerando a argumentação apresentada pela AGENERSA no Parecer Técnico CAPET Nº 143/2025 e Parecer Técnico CAPET Nº 144/2025;

Considerando que a AGENERSA convocou as Companhias CEG e CEG Rio para a apresentação das razões finais em relação ao tema em discussão;

Seguem as contribuições complementares da equipe da **FGV** em relação ao tema “metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital a ser aplicada nas 5ªs Revisões Quinquenais de Tarifas das Concessionárias CEG e CEG Rio”, para apoiar a CEG e CEG Rio na elaboração de suas razões finais, em especial sobre os temas que apresentam divergência entre a proposta da Naturgy e a visão exarada nos pareceres técnicos nº 143/2025 e 144/2025 da CAPET/AGENERSA.

1. Sobre a necessidade de realavancamento do beta:

Os pareceres nº 143/2025 e 144/2025 reconhecem que a metodologia desenvolvida por Aswath Damodaran “apresenta elevada transparência e rigor estatístico”. E ainda adiciona que o diferencial entre a metodologia deste e outras, como Bloomberg, “reside no fato de que Damodaran divulga publicamente sua metodologia, dados brutos e fórmulas de cálculo, promovendo acesso equitativo à informação por agentes reguladores, concessionárias e sociedade civil. Por ser uma base gratuita, atualizada anualmente e amplamente auditável, sua utilização contribui para reforçar a transparência regulatória”. Complementa ainda “Nesse contexto, recomendou-se a utilização de betas setoriais estimados por Aswath Damodaran, professor da Universidade de Nova York, (NYU) e referência internacional em avaliação de empresas e análise de risco”.

Apesar de reconhecer o autor da metodologia como uma referência internacional no tema, com elevada transparência e rigor estatístico, amplamente auditável, optou por utilizar a informação do Beta desalavancado, que o próprio Damodaran,

Cabe ressaltar a necessidade de realavancar o Beta, como em SEDE/SPME (NT 01/2016 – Taxa de Custo de Capital da Gasmig), em ARSESP (Nº RTG/002/2014) e na bibliografia de Aswath Damodaran, que define como determinantes do Beta, três variáveis: o tipo de negócio da empresa, o grau de alavancagem operacional na empresa e a alavancagem financeira da empresa¹. Ainda em Damodaran, há a seguinte definição: **“todo o restante permanecendo igual, um aumento na alavancagem financeira aumentará o beta das ações da empresa”** (Grifo nosso)

Adicionalmente, o próprio Ministério da Fazenda, no Manual de orientação para cálculo do WACC, Metodologia do Ministério da Fazenda, 2018. Ressalta a necessidade de realavancar o Beta.

Além do que já foi exposto, as contribuições apresentadas na Consulta e Audiência Pública — em especial as da **Abegás, COMMIT, Zenergás, ABRACE e ABIQUIM e Naturgy** — reforçam a adoção da prática de realavancagem do beta por meio da fórmula de Hamada.

A seguir são apresentados textos das contribuições apresentadas:

Na contribuição da **Abegás**, consta o seguinte texto:

¹ Damodaran, Aswath, 1957 – Introdução à avaliação de investimento: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Tradução 2ª edição, Rio de Janeiro, Qualimark, 2009, pág.199 a 201.

“Os Betas calculados a partir dos preços de ações observados medem o risco relativo do setor com base na estrutura de financiamento dos ativos de cada empresa. Nesse sentido, alavancar o Beta significa aumentar a exposição de um investimento ao risco sistemático do mercado.

*Considerando os dados de 2018 a 2022, o **Beta desalavancado deve ser realavancado pela dívida, obtendo-se um Beta alavancado final. Portanto, se foram utilizados os Betas do setor de distribuição de gás natural dos Estados Unidos para aplicar ao caso brasileiro, é necessário recalculá-los para refletir a estrutura de financiamento da empresa em questão.**”*

(...,)

“A alavancagem financeira configura elemento essencial para a valoração correta do ativo regulado, em estrita observância às melhores práticas regulatórias adotadas comumente em marcos normativos. Esse ajuste visa alinhar o indicador à estrutura de capital das empresas reguladas, promovendo maior aderência entre risco regulatório e perfil financeiro das concessionárias.” Grifo nosso

Na contribuição da **COMMIT**, consta o seguinte texto:

“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:**” (Grifo nosso)

Na contribuição da **Zenergás**, consta o seguinte texto:

“O conceito mais adequado no seria a utilização do Beta realavancado no cálculo do CAPM, uma vez que a utilização do Beta desalavancado não reflete os riscos a que as Companhias estão sujeitas, considerando a sua estrutura de capital. Em geral, os reguladores utilizam a média dos Betas desalavancados da amostra das companhias pesquisadas e, em seguida, adequam o Beta à realidade da estrutura de capital da empresa em revisão tarifária utilizando a equação de Hamada.” (Grifo nosso)

Na contribuição da **ABRACE e ABIQUIM**, consta o seguinte texto:

“realavancagem do beta, considerando estrutura de capital das concessionárias penderada pela base de ativos regulatória” (Grifo nosso)

Na contribuição da **Naturgy**, consta o seguinte texto:

“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 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

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>.

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/Veroeffentlichungen/Gutachten/GutachtenEibalinfra2025.pdf?__blob=publicationFile&v=2

¹¹

https://www.cre.fr/fileadmin/Documents/Consultations_publiques/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>

*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 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.” (Grifo nosso)*

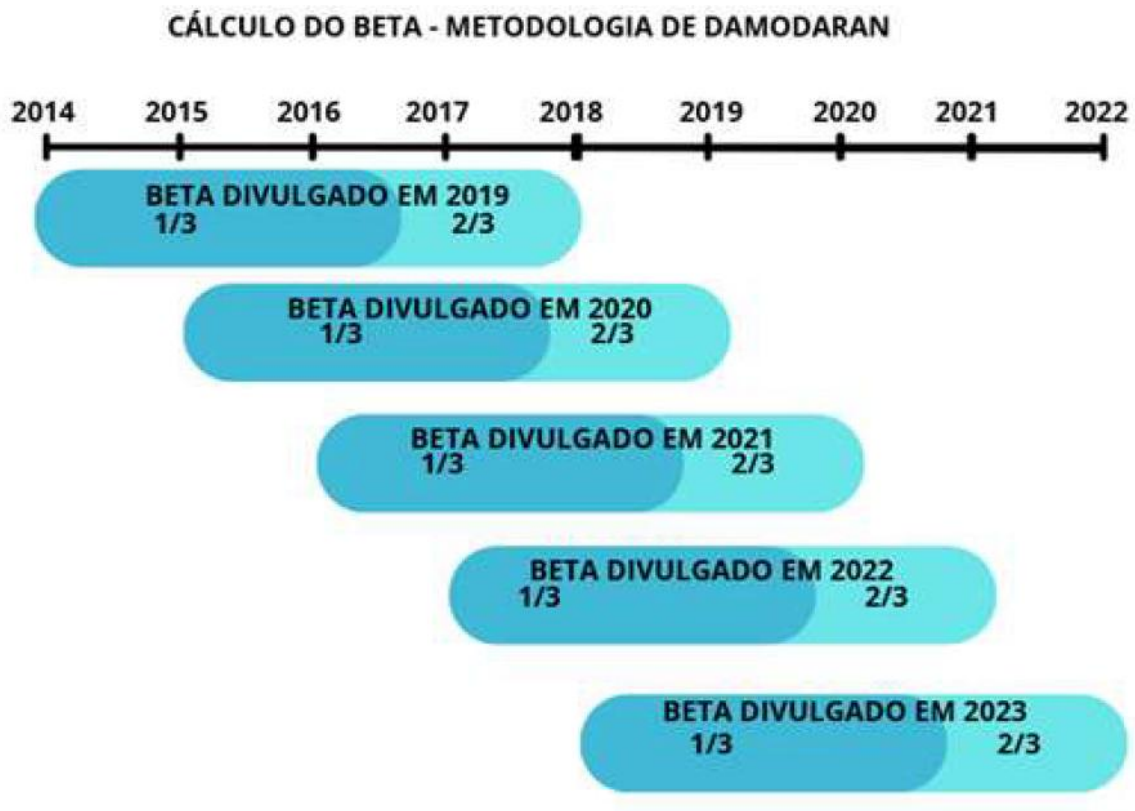
Assim, como amplamente demonstrado, tanto pela bibliografia, quanto pelas contribuições de Companhias do setor, **a prática de realavancar o beta é não somente recomendável, mas essencial para que se possa capturar o valor adequado do beta, considerando o setor da empresa, a alavancagem operacional e a alavancagem financeira, como já mencionado, segundo A. Damoraran.**

2. Beta calculado como média simples, e não média das médias:

Os pareceres técnicos da CAPET/AGENERSA N^{os} 143/2025 e 144/2025 defendem a utilização da média das médias em relação ao Beta divulgado por Aswath Damodaran. Assim, foi utilizada a média dos betas divulgados em 2018 a 2022, como “estratégia de suavizar os efeitos pontuais de eventos extraordinários, proporcionando maior estabilidade aos parâmetros regulatórios e refletindo uma estimativa mais robusta do risco setorial para o quinquênio 2023-2027”.

Sobre este ponto, especificamente, cabe apontar que quando Aswath Damodaran divulga, em um dado ano, o beta setorial daquele grupo de Companhias, leva em consideração dados dos últimos cinco anos, como os próprios pareceres referidos admitem, quando apresentam a Figura 2, a seguir reproduzida:

FIGURA 2



Fonte: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#discrate

Como se pode observar na figura acima, ao se utilizar o Beta divulgado por Aswath Damodaran em 2022, calculado a partir de dados do período de 2017 a 2021, e divulgado em janeiro de 2022, pode-se ter a segurança que os dados do último ciclo regulatório foram levados em conta. Pelo contrário, quando se utiliza a média dos betas divulgados entre 2018 e 2022, são computados dados no período compreendido entre 2013 e 2021.

Como a revisão periódica do regulador pretende avaliar o ocorrido no último ciclo regulatório, pois os dados anteriores, em tese, já foram analisados e computados em outros ciclos regulatórios mais antigos, não faz sentido utilizar dados desde 2013. O que pode levar a erros como a persistência de dados antigos e poluição dos cálculos, e a mitigação destes efeitos é justamente a utilização de uma janela móvel, como é desejável no cálculo do beta.

Além do que já foi exposto, as contribuições apresentadas na Consulta e Audiência Pública — em especial as da **Abegás, Zenergás** — reforçam a adoção da prática de utilização do beta divulgado por Aswath Damodaran em 2022.

A seguir são apresentados textos das contribuições apresentadas:

Na contribuição da **Abegás**, consta o seguinte texto:

“Desde que o cálculo está baseado nos preços das ações, a prática mais adotada é utilizar os Betas de empresas com mercados de capitais maduros, como os Estados Unidos. Neste sentido, a proposta das Concessionárias foi de utilização do Beta do setor "Oil&Gas distribution" dos EUA obtido a partir da média dos dados disponibilizados por Damodaran, para os últimos 5 anos (2018 a 2022) antecedentes ao período do ciclo.

É importante destacar que, mesmo diante do objetivo de se aumentar a previsibilidade da taxa de remuneração, o Beta representa a volatilidade dos ativos em relação ao mercado. Por isso, sua janela de dados deve ser mais curta que a dos demais parâmetros, de modo a garantir que sua estimativa reflita com precisão as condições atuais de mercado. Essa abordagem está em conformidade com o princípio da atualidade e assegura uma sinalização econômica adequada para investimentos em infraestrutura essencial, como a distribuição de gás natural.

*No entanto, **diferentemente das revisões quinquenais anteriores, a CAPET passou a adotar a média das médias dos Betas desalavancados apurados entre 2018 e 2022, o que leva a capturar a janela temporal do período entre 2014 e 2022. Essa ampliação da janela temporal suaviza indevidamente a volatilidade dos ativos de referência, resultando na subestimação dos riscos associados ao atual contexto de múltiplas crises e elevada incerteza. Tal abordagem compromete a aderência do indicador às condições econômicas vigentes, contrariando o princípio de que a taxa de remuneração do capital deve refletir, com precisão, os riscos efetivamente assumidos no período regulatório futuro, lembrando que o objetivo dessa componente é capturar o risco relativo que o mercado atribui à atividade em análise.*** (Grifo Nosso)

Na contribuição da **Zenergás**, consta o seguinte texto:

“A proposta do regulador seria a utilização da média móvel de um período maior 2014-2022 e assim suaviza os impactos de eventos recentes. A diluição dos efeitos

*no Beta **proposta pelo regulador não traduz a realidade enfrentada pelas distribuidoras** decorrentes dos impactos no mercado pela Covid 19 e a instabilidade geopolítica resultante da guerra da Ucrânia. **A queda nos volumes e as suas alterações nas previsões futuras impactaram a atividade de distribuição e seriam mais adequadamente refletidas com a utilização da proposta da FGV.***

Na contribuição da **Naturgy**, consta o seguinte texto:

“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.”*

Assim, como amplamente demonstrado, tanto pela bibliografia, quanto pelas contribuições de Companhias do setor, **a proposta de aumentar o período de obtenção de dados para o cálculo do beta não deve prosperar, uma vez que, conforme apresentado, passa a considerar dados desde 2013/2014 até 2021, período bem maior que o último ciclo revisional, inclusive já considerado em revisões anteriores.**

3. Definição da janela temporal do risco país:

Os pareceres nº 143/2025 e 144/2025 defendem a janela temporal de 15 anos para o cálculo do Risco país. Para defender a decisão, recorrem ao texto contratual, porém no referido inciso II do parágrafo 9º, da cláusula sétima, o texto é o seguinte:

“risco país, definido para a segunda revisão quinquenal, como a diferença entre a remuneração da dívida pública externa brasileira de prazo superior a 10 (dez) anos, de maior liquidez, e a remuneração do título da dívida do tesouro norte-americano que mais se assemelhe em prazo, forma de pagamento de juros, e amortizações.”

Ao observar o texto contratual, não se encontra a definição de qual a janela temporal. Assim, a janela utilizada pela AGENERSA de 15 anos para o cálculo da mediana é decisão da própria Agência no último ciclo regulatório, porém não definida em contrato e, por isso mesmo, as Concessionárias 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.”

Existem vários exemplos de Reguladores que utilizam como ponto de início da janela temporal, o início do contrato, como em Arsesp, Arsp, e Secretaria de Desenvolvimento Econômico (MG), como se pode observar na contribuição à Consulta Pública realizada pela Naturgy.

Além do que já foi exposto, as contribuições apresentadas na Consulta e Audiência Pública — em especial as da **Abegás, COMMIT, Zenergás, ABRACE e ABIQUIM e Naturgy** — reforçam a adoção da prática de realavancagem do beta por meio da fórmula de Hamada.

A seguir são apresentados textos das contribuições apresentadas:

Na contribuição da **Abegás**, consta o seguinte texto:

“A janela de dados utilizada para o cálculo do risco país deve ser suficientemente longa, de modo a captar os prêmios de risco associados a fatores estruturais da economia nacional, minimizando o impacto de choques conjunturais, sejam eles políticos ou econômicos. Essa abordagem assegura maior previsibilidade e estabilidade ao resultado estimado. Nesse sentido, com base nos princípios de estabilidade regulatória e coerência metodológica, utilizou-se o indicador EMBI+Br como medida do prêmio de risco-país. O EMBI+Br reflete o spread entre a taxa de retorno dos títulos soberanos brasileiros e a dos títulos do Tesouro dos EUA, sendo

amplamente reconhecido como referência para mensuração do risco soberano de economias emergentes.

A escolha do período adotado pela Naturgy se justifica por uma mudança estrutural relevante na economia brasileira ocorrida a partir de 1999 — composto por metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário —, o que contribuiu para a redução das incertezas no ambiente macroeconômico nacional, também citada pela CAPET. Ressalte-se que a própria 3ª Revisão Tarifária Periódica (3ª RTI) considerou como marco inicial o ano de 1999.

A CAPET, em seu parecer (CAPET 156 de 19/07/23), adotou o mesmo período que as concessionárias (de 1999 a 2021). No entanto, na proposta de 21/05/25 (pareceres CAPET 143 e 144) descartou o histórico anterior a 2007. Ou seja, a CAPET alterou seu parecer, colocando a metodologia de forma restrita, na medida em que ignora a análise histórica de longo prazo necessária à adequada mensuração do risco-país. Essa limitação compromete a solidez da modelagem econômica, pois omite variáveis essenciais à precificação dos riscos ao longo do tempo. Sua justificativa de que “períodos muito longos tendem a superestimar o risco atual, pois incorporam crises históricas cujas causas estruturais já foram superadas pela evolução institucional e macroeconômica do país.” fica superada na medida que se utiliza dados a partir de 1999, corroborada pela própria CAPET que menciona que “O Brasil de hoje, com suas políticas de metas de inflação, câmbio flutuante e reservas internacionais robustas, apresenta perfil de risco consideravelmente distinto daquele da década de 1990.” No entanto, sua alteração se baseia na metodologia da 4ª RTI, que teve como resultado um acordo pontual entre as partes, sem caráter vinculante para revisões futuras.

*Dessa forma, a mensuração adequada do risco país exige a utilização de séries históricas extensas, consistentes e representativas, capazes de contextualizar o cenário atual à luz das transformações estruturais vivenciadas pelo país desde o início do modelo de concessões. **Tal abordagem é indispensável para refletir, com precisão, o horizonte temporal dos riscos efetivamente assumidos pelas distribuidoras no âmbito regulatório.***

Na contribuição da **Zenergás**, consta o seguinte texto:

“Ponto relevante é o período considerado para o cálculo do denominado Risco País.

*Trata-se de uma prática consagrada aplicada às principais concessões de distribuição de gás canalizado no Brasil, que tem os contratos de concessão com a metodologia price cap; **os reguladores utilizam um período compatível com a concessão sob revisão tarifária. Assim, a ARSESP considerou o período de***

1999-2023 na revisão atual, a ARSP o período de 2000 a 2024 na revisão em curso em 2025 e a SEDE estabeleceu o período de Jan.2000 a Dez.2020 na revisão finalizada em 2021. Os citados reguladores aplicaram esse critério de cálculo respectivamente em SP, ES e MG. A proposta da FGV de considerar o período de 1999-2021 para o cálculo do risco país nos parece mais consistente e sugerimos seja considerada pela AGENERSA.” (Grifo nosso)

Na contribuição da **Naturgy**, consta o seguinte texto:

*“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.”

Assim, como amplamente demonstrado, tanto pelas decisões de outras Agências reguladoras, como do texto contratual, bem como pelas contribuições de Companhias do setor, **a proposta da CAPET/AGENERSA de janela para o cálculo do risco país não deve prosperar, uma vez que, conforme apresentado, inclusive já considerado em revisões anteriores, possuir um prazo de análise maior.**

Nada mais tendo a comentar, a **FGV** deseja melhores votos de estima e consideração.