

**DELIBERAÇÃO AGENERSA Nº 4987
DE 22 DE DEZEMBRO DE 2025**

**CONCESSIONÁRIA CEG RIO - 5ª REVISÃO
QUINQUENAL DE TARIFAS - TAXA DE REMU-
NERAÇÃO DO CAPITAL.**

O CONSELHO-DIRETOR DA AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - AGENERSA, no uso de suas atribuições legais e regimentais, tendo em vista o que consta no Processo Regulatório nº SEI-220007/001640/2023, por unanimidade,

DELIBERA:

Art. 1º - Aprovar, para a 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio, a Taxa de Remuneração do Capital Real = 8,92% a.a., a vigorar no ciclo revisional 2023 a 2027.

Art. 2º - Recomendar ao Poder Concedente a alteração da metodologia do CAPM para a metodologia do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC), para aplicação no próximo instrumento concessivo.

Art. 3º - Determinar à Secex que o presente Processo Regulatório seja renomeado, passando a constar como assunto "5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio - Taxa de Remuneração do Capital", para fins de adequação da tramitação processual das etapas do processo revisional.

Art. 4º - Determinar à Secex a abertura de Processo Regulatório específico, constando como assunto "5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio - Plano de Negócios e Base de Ativos", para fins de adequação da tramitação processual das etapas do processo revisional.

Art. 5º - Esta Deliberação entrará em vigor a partir da data de sua publicação.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2025

RAFAEL CARVALHO DE MENEZES
Conselheiro-Presidente

VLADIMIR PASCHOAL MACEDO
Conselheiro-Relator

ANTENOR LOPES MARTINS JUNIOR
Conselheiro

GISELE DE LIMA PEREIRA
Conselheira

JOSÉ ANTÔNIO DE MELO PORTELA FILHO
Conselheiro

Id: 2705670

**DELIBERAÇÃO AGENERSA Nº 4988
DE 22 DE DEZEMBRO DE 2025**

**CONCESSIONÁRIA CEG - 5ª REVISÃO
QUINQUENAL DE TARIFAS - TAXA DE REMU-
NERAÇÃO DO CAPITAL.**

O CONSELHO-DIRETOR DA AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - AGENERSA, no uso de suas atribuições legais e regimentais, tendo em vista o que consta no Processo Regulatório nº SEI-220007/001639/2023, por unanimidade,

DELIBERA:

Art. 1º - Aprovar, para a 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG, a Taxa de Remuneração do Capital Real = 8,92% a.a., a vigorar no ciclo revisional 2023 a 2027.

Art. 2º - Recomendar ao Poder Concedente a alteração da metodologia do CAPM para a metodologia do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC), para aplicação no próximo instrumento concessivo.

Art. 3º - Determinar à Secex que o presente Processo Regulatório seja renomeado, passando a constar como assunto "5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG - Taxa de Remuneração do Capital", para fins de adequação da tramitação processual das etapas do processo revisional.

Art. 4º - Determinar à Secex a abertura de Processo Regulatório específico, constando como assunto "5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG - Plano de Negócios e Base de Ativos", para fins de adequação da tramitação processual das etapas do processo revisional.

Art. 5º - Esta Deliberação entrará em vigor a partir da data de sua publicação.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2025

RAFAEL CARVALHO DE MENEZES
Conselheiro-Presidente

VLADIMIR PASCHOAL MACEDO
Conselheiro-Relator

ANTENOR LOPES MARTINS JUNIOR
Conselheiro

GISELE DE LIMA PEREIRA
Conselheira

JOSÉ ANTÔNIO DE MELO PORTELA FILHO
Conselheiro

Id: 2705671

**DELIBERAÇÃO AGENERSA Nº 4989
DE 22 DE DEZEMBRO DE 2025**

**CONCESSIONÁRIAS CEG E CEG RIO. INQUÉ-
RITO CIVIL MPRJ P/JDC Nº 766/2021. LGPD.
MATÉRIA JORNALÍSTICA.**

O CONSELHO-DIRETOR DA AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - AGENERSA, no uso de suas atribuições legais e regimentais, tendo em vista o que consta no Processo Regulatório nº SEI-220007/002343/2021, por unanimidade,

DELIBERA:

Art. 1º - Encerrar o processo, por ausência de competência legal da AGENERSA.

Art. 2º - Determinar que a SECEX adote as providências para encerramento do presente processo.

Art. 3º - Esta Deliberação entrará em vigor a partir da data de sua publicação.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2025

RAFAEL CARVALHO DE MENEZES
Conselheiro-Presidente

VLADIMIR PASCHOAL MACEDO
Conselheiro

ANTENOR LOPES MARTINS JUNIOR
Conselheiro

GISELE DE LIMA PEREIRA
Conselheira-Relatora

JOSÉ ANTÔNIO DE MELO PORTELA FILHO
Conselheiro

Id: 2705672

**DELIBERAÇÃO AGENERSA Nº 4990
DE 22 DE DEZEMBRO DE 2025**

**CONCESSIONÁRIA CEG. OUVIDORIA. CON-
SUMO EM IMÓVEL FECHADO. DECRETO ES-
TADUAL 23.317/1997. ENCERRAMENTO SEM
PENALIDADE.**

O CONSELHO-DIRETOR DA AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - AGENERSA, no uso de suas atribuições legais e regimentais, tendo em vista o que consta no Processo Regulatório nº SEI-220007/002504/2021, por unanimidade,

DELIBERA:

Art. 1º - Não acolher a Ocorrência 2021006375, a qual deu origem ao presente processo.

Art. 2º - Determinar que a Concessionária, no prazo de 5 (cinco) dias a contar da publicação da Deliberação a ser exarada por esse Conselho Diretor, anexe aos autos comprovante de cancelamento das cobranças dos meses de abril, maio e junho de 2021, conforme informado no SEI-220007/003122/2021.

Art. 4º - Determinar que a SECEX e a Ouvidoria adotem as providências relacionadas à ciência da presente Deliberação.

Art. 5º - Esta Deliberação entrará em vigor a partir da data de sua publicação.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2025

RAFAEL CARVALHO DE MENEZES
Conselheiro-Presidente

VLADIMIR PASCHOAL MACEDO
Conselheiro

ANTENOR LOPES MARTINS JUNIOR
Conselheiro

GISELE DE LIMA PEREIRA
Conselheira-Relatora

JOSÉ ANTÔNIO DE MELO PORTELA FILHO
Conselheiro

Id: 2705673

**DELIBERAÇÃO AGENERSA Nº 4991
DE 22 DE DEZEMBRO DE 2025**

**CEDAE. APLICAÇÃO DE PENALIDADE EM
RAZÃO DE FALHA NA PRESTAÇÃO DOS
SERVIÇOS DE FORNECIMENTO DE ÁGUA.**

O CONSELHO-DIRETOR DA AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - AGENERSA, no uso de suas atribuições legais e regimentais, tendo em vista o que consta no Processo Regulatório nº SEI E-22/007.103/2019, por unanimidade,

DELIBERA:

Art. 1º - Aplicar à Concessionária CEDAE a penalidade de MULTA, no valor correspondente a 0,00010% sobre o valor do faturamento da Companhia, correspondente aos últimos 12 (doze) meses anteriores à prática da infração.

Art. 2º - Determinar que a SECEX, em conjunto com a CASAN, proceda à lavratura do correspondente Auto de Infração, conforme o rito estabelecido pela Instrução Normativa AGENERSA nº 66/2016.

Art. 3º - Determinar que a Ouvidoria da AGENERSA informe ao usuário sobre o teor da presente decisão, encaminhando-lhe além da Deliberação, o relatório e o voto que a compõe, via correio eletrônico.

Art. 4º - Esta Deliberação entrará em vigor a partir da data de sua publicação.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2025

RAFAEL CARVALHO DE MENEZES
Conselheiro-Presidente

VLADIMIR PASCHOAL MACEDO
Conselheiro

ANTENOR LOPES MARTINS JUNIOR
Conselheiro-Relator

GISELE DE LIMA PEREIRA
Conselheira

JOSÉ ANTÔNIO DE MELO PORTELA FILHO
Conselheiro

Id: 2705674

**DELIBERAÇÃO AGENERSA Nº 4992
DE 22 DE DEZEMBRO DE 2025**

**CONCESSIONÁRIA RIO MAIS SANEAMENTO.
PRORROGAÇÃO DO SISTEMA TAKE OR PAY
E DEFINIÇÃO DE VAZÕES MÍNIMAS.**

O CONSELHO-DIRETOR DA AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - AGENERSA, no uso de suas atribuições legais e regimentais, tendo em vista o que consta no Processo Regulatório nº SEI-480002/005628/2025, por unanimidade,

DELIBERA:

Art. 1º - Determinar que a decisão provisória proferida em sede da 13ª Reunião Interna do Conselho Diretor da AGENERSA de 21/08/2025, publicada no DOEJ nº 23/08/2025, se dê definitivamente nestes autos, para que realize a adoção para o 4º ano da concessão, do volume mínimo de vazão de água estimado no respectivo EVTE para o 4º ano da concessão em relação ao Bloco III, situação que deverá perdurar até a instalação dos medidores e o funcionamento pleno do CCO definitivo.

Art. 2º - Determinar, que caso a efetiva implantação do CCO não se efetive até o 5º ano do Contrato de Concessão, haverá novo exame quanto à definição do volume mínimo de água a ser fornecido no âmbito do Contrato de Interdependência, podendo ainda ser reavaliado o prazo de prorrogação caso a instalação do CCO se prolongue por prazo não razoável.

Art. 3º - Determinar que a produção dos efeitos da presente decisão conforme o primeiro item acima, seja realizada no exato momento da entrada em vigor do 4º ano da concessão, com a aplicação dos efeitos ex tunc em relação aos valores preventiva pagos pela Concessionária do Bloco III no decurso da decisão provisória para compensação na próxima fatura da CEDAE.

Art. 4º - Determinar à Secretaria Executiva da AGENERSA que oficie a Concessionária Rio Mais Saneamento, o Instituto Rio Metrópole (IRM), o Poder Concedente e o Conselho do Sistema de Fomento de Água (CSFA) e a CEDAE para identificá-los acerca da decisão alcançada neste feito.

Art. 5º - Esta Deliberação entrará em vigor a partir da data de sua publicação.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2025

RAFAEL CARVALHO DE MENEZES
Conselheiro-Presidente

VLADIMIR PASCHOAL MACEDO
Conselheiro

ANTENOR LOPES MARTINS JUNIOR
Conselheiro

GISELE DE LIMA PEREIRA
Conselheira

JOSÉ ANTÔNIO DE MELO PORTELA FILHO
Conselheiro

Id: 2705675

DELIBERAÇÃO AGENERSA Nº 4993 DE 22 DE DEZEMBRO DE 2025

**CONCESSIONÁRIAS ÁGUAS DO RIO 1,
ÁGUAS DO RIO 4, IGUA E RIO+ SANEAMEN-
TO - DEFINIÇÃO DA PROPOSTA METODOLÓ-
GICA PARA O CÁLCULO DOS INDICADORES
DO INDICADOR DE DESEMPENHO GERAL - IDG.
EMBARGOS**

O CONSELHO-DIRETOR DA AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - AGENERSA, no uso de suas atribuições legais e regimentais, tendo em vista o que consta no Processo Regulatório nº SEI-480002/004357/2024, por unanimidade,

DELIBERA:

Art. 1º - Conhecer os Embargos opostos pela Águas do Rio 1, Águas do Rio 4, Igua e Rio+ Saneamento, porque tempestivos, para, no mérito, conceder-lhes parcial provimento, no sentido de:

I - Alterar a redação do Artigo 3º, inciso I, da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025, passando a constar a seguinte redação:

"O Relatório Anual de Aferição dos indicadores, previsto na Cláusula 26.5.7.1, para os blocos 1, 2 e 4, e na Cláusula 25.5.7.1 para o bloco 3, c/c Item 3.2 do Anexo III do Contrato de Concessão, deverão ser enviados até o dia 20 de fevereiro do ano subsequente ao ano da apuração;"

II - Revogar o inciso II do Artigo 3º da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025;

III - Alterar a redação do Artigo 17 da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025, passando a constar a seguinte redação:

"Determinar que, no Relatório Anual de Aferição referente ao ano de 2025, a ser entregue em fevereiro de 2026, as Concessionárias reportem os dados à Agência conforme a metodologia definida nesta Deliberação."

IV - Incluir o "parágrafo único" ao Artigo 17 da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025, conforme redação a seguir:

"Parágrafo Único - Adicionalmente, as Reguladas poderão enviar, com antecedência mínima de 30 (trinta) dias em relação ao prazo estabelecido para a entrega do Relatório Anual, justificativa relativa aos indicadores que, comprovadamente, estejam impossibilitados de aferição, a qual será submetida à análise da CASAN e do Verificador Independente. Na hipótese de acolhimento das justificativas, os indicadores poderão ser considerados como plenamente atendidos para fins do cálculo global do IDG."

V - Alterar a redação do § 1º dos Artigos 4º, 5º e 6º da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025, passando a constar a seguinte redação:

"§1º. Com o objetivo de monitorar a aderência da metodologia de aferição à realidade da cobertura dos serviços, bem como subsidiar a avaliação na hipótese de eventual necessidade de mecanismos futuros de ajuste metodológico, as Concessionárias deverão encaminhar, anualmente, de forma conjunta aos indicadores de cobertura, na forma de anexo, os dados cadastrais de economias residenciais ativas e inativas de água."

VI - Revogar o inciso III dos Artigos 4º e 5º da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025;

VII - Incluir o §3º na redação dos Artigos 4º, 5º e 6º da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025, conforme redação a seguir:

"§3º Determinar à SECEX a abertura de Processo Regulatório específico para tratar da abrangência do § 2º do presente Artigo, no que se refere à identificação dos municípios cujas curvas de metas de cobertura e de perdas estejam sob avaliação da AGENERSA e que, portanto, deve ser atribuído o valor de 100% ao indicador normalizado, para fins de cálculo do IDG."

VIII - Revogar o inciso III dos Artigos 9º e 10 da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025;

IX - Revogar o inciso VI do Artigo 10º da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025;

X - Incluir o inciso II do Artigo 13 da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025, conforme redação a seguir:

"II. A SECEX deverá oficial o INEA e órgãos ambientais municipais competentes, com o objetivo de padronizar e viabilizar o procedimento de informação sobre o andamento dos processos de licenciamento."

XI - Alterar a redação do Artigo 19 da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025, passando a constar a seguinte redação:

"Determinar que o Verificador Independente:

I. Apresente, anualmente, até o dia 31 de janeiro de cada ano, Plano de Averiguações em Campo dos indicadores.

II. Adote checklist metodológico de verificação, nas verificações mensal e anual dos indicadores, com a finalidade de assegurar aderência integral à metodologia aprovada e padronização da conferência.

III. Promova a atualização do dashboard disponível no sítio eletrônico desta Agência, destinado à divulgação de informações relacionadas aos indicadores, em conformidade com os critérios vigentes, no prazo de 30 (trinta) dias após a entrega do Relatório tratado no Artigo 17 da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025."

XII - Ratificar o entendimento constante no Artigo 16 da Deliberação AGENERSA nº 4.939/2025, que fixou o IDG igual a 1 (um) no Reajuste Tarifário de 2025, decorrente de razões técnico-regulatórias específicas, sem produzir qualquer efeito automático no ciclo subsequente.

Art. 2º - Por autotutela, baixar o presente Processo Regulatório em diligência para:

I - determinar que o Verificador Independente proceda, no prazo de 10 (dez) dias, contados da publicação da presente Deliberação, o cálculo das metas ajustadas de cada município, considerando os valores contratualmente pactuados e com base nas seguintes premissas:

a) considerar que as metas contratuais para os indicadores de cobertura de abastecimento de água e de esgotamento sanitário estabelecidas para o terceiro ano de operação correspondem ao marco de 1.095 (mil e noventa e cinco) dias contados da data de assinatura do Termo de Transferência;

b) considerar que, para o Indicador de Perdas na Distribuição, cujo início de vigência ocorre no quinto ano de operação, o valor previsto para esse ano corresponde à meta aplicável ao marco de 1.825 (mil oitocentos e vinte e cinco) dias contados da data de assinatura do Termo de Transferência;



DELIBERAÇÃO AGENERSA Nº. 4987, DE 22 DE DEZEMBRO DE 2025

CONCESSIONÁRIA CEG RIO - 5ª REVISÃO QUINQUENAL DE TARIFAS - TAXA DE REMUNERAÇÃO DO CAPITAL

O CONSELHO-DIRETOR DA AGÊNCIA REGULADORA DE ENERGIA E SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO - AGENERSA, no uso de suas atribuições legais e regimentais, tendo em vista o que consta no Processo Regulatório nº. **SEI-220007/001640/2023**, por unanimidade,

DELIBERA:

Art. 1º. Aprovar, para a 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio, a Taxa de Remuneração do Capital Real = 8,92% a.a., a vigorar no ciclo revisional 2023 a 2027.

Art. 2º. Recomendar ao Poder Concedente a alteração da metodologia do CAPM para a metodologia do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC), para aplicação no próximo instrumento concessivo.

Art. 3º. Determinar à Secex que o presente Processo Regulatório seja renomeado, passando a constar como assunto '*5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio - Taxa de Remuneração do Capital*', para fins de adequação da tramitação processual das etapas do processo revisional.

Art. 4º. Determinar à Secex a abertura de Processo Regulatório específico, constando como assunto '*5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio - Plano de Negócios e Base de Ativos*', para fins de adequação da tramitação processual das etapas do processo revisional.

Art. 5º. Esta Deliberação entrará em vigor a partir da data de sua publicação.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2025

Rafael Carvalho de Menezes
Conselheiro-Presidente

Vladimir Paschoal Macedo
Conselheiro-Relator

José Antônio de Melo Portela Filho
Conselheiro

Gisele de Lima Pereira
Conselheira

Antenor Lopes Martins Junior
Conselheiro

Processo nº: SEI-220007/001640/2023

Data de autuação: 23/03/2023

Regulada: CEG Rio

Assunto: 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas - Taxa de Remuneração de Capital.

Sessão Regulatória: 22/12/2025

RELATÓRIO

Cuida-se de Processo Regulatório instaurado em razão da 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG RIO, referente ao quinquênio 2023-2027, conforme prevê a Cláusula 7ª, § 2º, do Contrato de Concessão^[i]. Neste momento processual, no entanto, o presente Voto se propõe a tratar, tão somente, da definição da Taxa de Remuneração de Capital.

Nesse sentido, inaugurado o processo, através da correspondência DIREG nº 020/2022^[ii], a Regulada argumentou ser necessário a definição de alguns pontos antes da apresentação de sua proposta, pois o setor de gás requereria “níveis de segurança e de incerteza adequados que permitam a projeção e realização dos elevados investimentos em infraestrutura, característicos da atividade”. Assim:

“Pelo exposto, as concessionárias CEG e CEG RIO entendem que para a elaboração de um plano de negócios de longo prazo, intensivo em investimentos de infraestrutura de distribuição de gás canalizado, faz-se necessário a definição prévia de temas que, conforme sua natureza, geram incertezas mercadológicas, econômicas e/ou regulatórias, e por isso possuem relevância e impacto na elaboração plano.

Nesse sentido, destaca-se os seguintes temas como precedentes à elaboração do Plano de Negócios:

· *Definição da 4ª Revisão Quinquenal de Tarifas da CEG e CEG RIO:*

Considerando que a definição do índice de reposicionamento “m” aplicado na 4ª Revisão Quinquenal de Tarifas da CEG e CEG RIO determinará o cenário de partida para todas as projeções para o quinquênio 2023-2027, torna-se impossível a elaboração do Plano de Negócio para a 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas sem que seja concluída tal revisão tarifária. Ademais, definições como Base de Ativos e validações dos investimentos realizados no período, também tornam necessário o julgamento da 4ª Revisão Quinquenal de forma precedente a apresentação do Plano de Negócios.

· *Definições tarifárias para TUSD e TUSD-E:*

No mesmo sentido, de modo a projetar no Plano de Negócios uma margem não reposicionada correspondente ao Mercado Livre, que impactará no cálculo do índice de reposicionamento das margens das Concessionárias, deve-se ter como condições precedentes à definição do Plano de Negócios a definição das metodologias tarifárias da TUSD e TUSD-E, além das Condições Gerais de Fornecimento e de Operação e Manutenção de Gasoduto Dedicado para Agentes Livres, discutidas pela AGENERSA ao longo do ano 2021 através da realização das Consultas Públicas nº 01, 01 e 03 de 2021, bem como em suas respectivas Audiências Públicas e que ainda se encontram sem definição.

· Definição quanto a possibilidade de abastecimento aos municípios da Concessão, via projetos estruturantes de GNC/GNL:

Para a correta alocação de investimentos no Plano de Negócios, assim como definição do plano de expansão e interiorização do gás natural no Estado do Rio de Janeiro, é imperioso a reavaliação de deliberações existentes sobre o tema, visando permitir o desenvolvimento de projetos estruturantes de GNC/GNL nas áreas de Concessão.

· Regulamentação quanto a possibilidade do fornecimento de Biometano ou Gás Natural Renovável - GNR nas áreas de Concessão da CEG e CEG RIO:

Outro ponto que merece atenção dessa i. Agência Reguladora, de forma prévia à apresentação do Plano de Negócios para a 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas, é a regulamentação da Distribuição pelas Concessionárias do biometano no Estado do Rio de Janeiro.”

Nesse sentido, ao final, requereu a dilação do prazo para a entrega das propostas para a 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas, até que sejam equacionadas as pretensas incertezas regulatórias expostas em seu peticionamento.

À luz disso, em sede da 13ª Reunião Interna do Conselho Diretor do ano de 2022^[iii], realizada em 03 de junho de 2022, o CODIR aprovou, por unanimidade, a dilação do prazo em 90 (noventa) dias às Concessionárias CEG e CEG RIO para apresentação do Plano de Negócios, mantendo dentro do prazo a Taxa de Remuneração (CAPM) e a Base Remuneratória.

Notificada a esse respeito, a CEG RIO encaminhou o Ofício DIREG nº 034/2022^[iv], em que formalizou a entrega da Proposta de Taxa de Remuneração de Capital, bem como a Base Inicial de Remuneração de Ativos (BRAi). Nesse documento, pontuou as seguintes propostas:

“1) Taxa de Remuneração de Capital

Para a elaboração da proposta de taxa de remuneração de capital, a Concessionária contratou a Fundação Getúlio Vargas - FGV, renomada instituição, com notória especialização e competência no tema.

A proposta de taxa de remuneração de capital ora apresentada através do Relatório FGV (em anexo) segue o estabelecido no § 9º da Cláusula Sétima do Contrato de Concessão, bem como considera que:

- A rentabilidade deve respeitar o princípio de razoabilidade dos contratos, levando em consideração as características específicas do serviço público de distribuição de gás canalizado.
- 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.
- Faz-se, necessária a adequação da remuneração do capital dos investidores aos riscos e custos reais de capital, presentes no setor.

Como resultado do estudo apresentado pela FGV (em anexo), em conformidade as diretrizes estipuladas no § 9º, da Cláusula Sétima do Contrato de Concessão, a Concessionária propõe a taxa de remuneração de capital (CAPM) de 12,12% real e depois de impostos, a seguir apresentada:

Parâmetros de Cálculo CEG Rio S/A		CAPM
R_f	Taxa livre de risco nominal	3,9985%
B_U	Beta Desalavancado	0,8529
%D	Debt	32,3%
%E	Equity	67,7%
B_L	Beta Realavancado	1,1217
$(R_M - R_f)$	Prêmio de Risco de Mercado	6,7100%
R_R	Risco País	3,01%
$Infl_{US}$	Inflação Norte-americana	2,1506%
$CAPM_{US}$	CAPM Nominal US\$	14,5362%
$CAPM_{Real}$	CAPM Real	12,1249%

Fonte: FGV.

2) Base Inicial de Remuneração de Ativos (BRAi)

A determinação da Base inicial de Remuneração de Ativos considera as diretrizes do § 6º da Cláusula Sétima do Contrato de Concessão, que determina que a base de cálculo da remuneração dos ativos da Concessionária, para efeitos de fixação e revisão de tarifas, corresponderá à soma dos seguintes valores:

- a) a parcela não depreciada dos ativos operacionais imobilizados registrados na contabilidade da Concessionária, ao final do quarto ano de cada quinquênio:

Quanto aos ativos operacionais imobilizados, cabe esclarecer que por força da Interpretação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - ICPC 01 (R1) - Contratos de Concessão, os ativos operacionais imobilizados foram reclassificados como ativos intangíveis, a partir de 2011, correspondendo, portanto, à parcela não depreciada dos ativos operacionais imobilizados, registrados ao final de 2021 na contabilidade da Concessionária. Para tal, extraiu-se a base de ativos contábil, a partir do sistema SAP 6.0, módulo AA, com a posição em 31 de dezembro de 2021.

- b) a parcela não amortizada dos intangíveis da Concessionária, ao final do quarto ano de cada quinquênio:

Em relação a Intangível Inicial, referente a privatização, cabe esclarecer que esta parcela já se encontra totalmente amortizada (conforme critério definido no referido §6º, alínea b, da

Cláusula Sétima do Contrato de Concessão), portanto, não compõem mais a base de remuneração de ativos.

Entretanto, deve-se considerar o Novo Intangível, estabelecido no 3º Termo Aditivo ao Contrato de Concessão, firmado junto ao Poder Concedente em 2014, com a anuência e interveniência da AGENERSA, que determina em seu item 2.1.2 que: “o valor pago a título de contraprestação será considerado como DIREG 033/22 3 ativo intangível regulatório e, dessa forma, será considerado na base de cálculo da remuneração dos ativos da Concessionária para efeitos de fixação e revisão das tarifas, na forma prevista na Cláusula Sétima do Contrato de Concessão, sendo atualizado pelo IGP-M da Fundação Getúlio Vargas, inclusive para o disposto no parágrafo 6º da Cláusula Sétima do Contrato de Concessão, a partir da data dos pagamentos da contraprestação”. Adicionalmente em seu item 2.1.3 é determinado que a amortização do ativo intangível se dará linearmente em 20 (vinte) anos e terá início a partir de 01 de janeiro de 2018, sendo atualizada monetariamente pelo IGP-M da Fundação Getúlio Vargas, a partir da data dos pagamentos da contraprestação.

c) total da depreciação dos ativos operacionais da Concessionária que tenham sido imobilizados nos cinco exercícios anteriores ao da apresentação, pela Concessionária, da proposta de revisão tarifária para vigorar no quinquênio seguinte.

Neste caso, trata-se do total de depreciação dos ativos operacionais da Concessionária que tenham sido imobilizados entre 2017 a 2021.

Adicionalmente, o Contrato de Concessão determina que se deve proceder a atualização monetária de toda a base de remuneração de ativos, em conformidade com o estabelecido em seu § 8º da Cláusula Sétima, que prevê que os ativos operacionais, os intangíveis e a depreciação dos ativos operacionais serão atualizados monetariamente pelo IGP-M (FGV). Nesse sentido, todos valores serão atualizados pelo IGP-M (FGV) para moeda de Dezembro de 2021.

E ainda, o Contrato de Concessão prevê, no § 8º da Cláusula Sétima, que a depreciação dos ativos operacionais imobilizados se dará na forma da regulamentação que esteja em vigor e a amortização dos intangíveis se dará linearmente em 20 (vinte) anos. Desta forma, cada bem existente na contabilidade da Concessionária, devidamente atualizado pelo IGP-M, foi depreciado de acordo com as regras definidas pelo regulador nas revisões tarifárias anteriores, ou seja:

Até Dez/2007: os ativos incorporados até dez/2007 são projetados a partir de sua data de incorporação, depreciados conforme a vida útil de cada ativo. A data de início de depreciação é o mesmo mês de incorporação.

A partir de 2008: critério definido e aplicado nas 1ª, 2ª, 3ª e 4ª Revisões Quinquenais Tarifárias da Concessionária. Ou seja, os ativos incorporados a partir de Jan/2002 são projetados com data de incorporação em janeiro do ano de incorporação, depreciados em 30 anos no caso do Imobilizado, sendo considerada a metade do valor da depreciação no primeiro ano. Dessa forma, é possível quantificar o valor da depreciação em cada ano, assim como a projeção de seu valor até 2027.

Tendo realizado tais considerações, a Concessionária indica abaixo a composição da Base Inicial de Remuneração de Ativos (BRAi), em moeda de dezembro de 2021, para sua 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas, sendo:

a) Parcela não depreciada dos ativos imobilizados até Dez-21, cujo valor corresponde a R\$ 1.087 milhões (moeda Dez/21), calculado conforme critérios regulatórios indicados anteriormente.

Cabe esclarecer que tal valor é calculado partir destes dados contábeis, devidamente auditados, extraídos da relação de bens em 31 de dezembro de 2021, com seus valores de incorporação e suas respectivas datas de imobilização, sobre a qual procedeu-se com os cálculos, bem a bem, referentes à atualização monetária (pelo IGP-M para 31/12/2021) e à depreciação

b) a parcela não amortizada dos intangíveis do 3º Termo Aditivo em Dez/21, cujo valor corresponde a R\$ 347 milhões (moeda Dez/21), calculado conforme critérios regulatórios indicados anteriormente.

c) Reposição da Depreciação Investimentos 2017-2021, cujo valor a ser considerado corresponde a R\$ 52 milhões (moeda Dez/21).

Conforme demonstrado abaixo, o valor da Base Inicial de remuneração de ativos com posição em 31 de dezembro de 2021, corresponde a R\$ 1.486 milhões (moeda Dez/21).

Tabela - Resumo da Base Inicial de Remuneração de Ativos (BRAi)

CEG RIO - BRAi - Valores em MR\$ (moeda de DEZ/2021)	
Conceitos (valores em Milhões R\$)	Posição em Dez/2021
a) Parcela não depreciada do Imobilizado	1.087
b) Parcela não amortizada do Intangível	347
c) Reposição da Depreciação Investimentos 2017-2021	52
Saldo da BRA i	1.486

Cabe destacar que segue em anexo arquivo digital contendo a extração do SAP referente a listagem da Base de Ativos, bem a bem, posição 31/Dez/2021. A Concessionária ressalta ainda que, munida de boa fé e transparência, efetuou a segregação entre bens vinculados e não vinculados à concessão, de forma que apenas aqueles identificados na planilha de bens vinculados, estão compondo a Base de Remuneração Inicial de Ativos. O arquivo enviado contém as informações de nº do imobilizado, sub número, data de incorporação, valor de origem (em moeda corrente), valor da depreciação acumulada, de acordo com o critério regulatório descrito anteriormente, e valor residual, ambos atualizados à moeda de dezembro de 2021.

Adicionalmente, cabe comentar que posteriormente, para composição da Base Inicial de remuneração de ativos em 01 de janeiro de 2023, a ser considerada no fluxo de caixa da 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas, será necessário incorporar a previsão de investimentos para o ano de 2022, bem como sua depreciação, que ocorrerá na etapa de entrega do Plano de Negócios.”

Nesse ponto, a Delegatária aproveitou o ensejo para requerer que a definição da Taxa de Remuneração de Capital e da Base Inicial de Remuneração de Ativos (posição Dez/21), fosse deliberada separadamente do Plano de Negócios da Concessionária, ou seja, que estes temas fossem analisados e submetidos a consulta/audiência pública em momento anterior à apresentação do Plano de Negócios.

Diante desta solicitação, na 18ª Reunião Interna do Conselho Diretor do ano de 2022, o CODIR decidiu remeter o processo à Procuradoria da AGENERSA para manifestação breve^[vi]. Nesta ocasião, o órgão jurídico^[vii] discorreu sobre as atribuições da AGENERSA e sobre os prazos contratualmente previstos para apresentação das informações, destacando a possibilidade de dilação do prazo, com base nos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade; e da possibilidade de Deliberação prévia da Taxa de Remuneração de Capital e da Base Inicial de Remuneração de Ativos, considerando que “a dilação de prazo para apresentação das propostas de revisão não incluiu a Taxa de Remuneração de Capital e a Base Inicial de Remuneração de Ativos nos termos da Decisão do C. CODIR na 13ª Reunião Interna de 03 de junho de 2022 (SEI 34036254), entende-se que esses documentos devem seguir o curso normal de apreciação da AGENERSA.”.

Assim, concluiu:

“Do exposto, opina-se no sentido do deferimento do pedido de dilação de prazo para apresentação do Plano de Negócios para a 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas e de que as propostas da Taxa de Remuneração de Capital e da Base Inicial de Remuneração de Ativos (BRAi) apresentados sejam processadas segundo os procedimentos estabelecidos para a apreciação das revisões quinquenais da CEG e da CEG Rio.”

Com isso, decidiu o CODIR, na 21ª Reunião Interna de 2022^[viii], aprovar o requerimento da Delegatária, no sentido de permitir que o Plano de Negócios seja apresentado após a Deliberação que tratará sobre Taxa de Remuneração.

Na sequência, após ser instada a se manifestar, a Câmara de Política Econômica e Tarifária examinou o pleito da Concessionária sob o aspecto técnico de sua atribuição, e afirmou:

“[...] 4. Esta CAPET debruçou-se sobre o tema da Taxa de Remuneração, inicialmente, tendo como parâmetro os fundamentos da TR_{em} aplicada nos trabalhos da IV Revisão Quinquenal. Desta forma temos a definição prévia, conforme Damodaran: “Nas avaliações pelo fluxo de caixa descontado, as taxas de desconto devem refletir o grau de risco dos fluxos de caixa. Em especial (...) o custo do patrimônio deve incluir um prêmio pelo risco do patrimônio líquido”. Mantemos, inclusive, os cálculos conforme a complementação metodológica de adaptação para países emergentes (country spread model).

A fórmula básica é:

$$r_e = r_f + \beta (prm_g) + r_b$$

Onde:

- > r_e = custo do capital próprio;
- > r_f = taxa livre de risco;
- > β = Índice de sensibilidade;
- > prm_g = prêmio por risco de mercado;
- > r_b = risco Brasil;

4.1. Fragmento a fragmento, temos:

Taxa livre de risco - r_f

Bônus do Tesouro Americano de 10 anos (US 10y Treasury Constant Maturity) como expressão de título de liquidez garantida e sem riscos expressivos aos investidores.

O corte temporal ora adotado é feito a partir de 1992, levando-se a leitura até 2021, um intervalo total de 30 anos. A média obtida é de 4,04%;

Índice de sensibilidade - β

Mantemos a desconsideração do adicional proposto pela Delegatária, por não vislumbrarmos razoabilidade e oportunidade para sua adoção, utilizando a média do Beta setorial dos últimos quatro anos, conforme a fonte referenciada ao fim deste Parecer. Calculado o valor de 0,67;

Prêmio de Risco de Mercado - prm_g

Para o Prêmio de Mercado, fizemos estudo próprio, com base nos indicadores internacionalmente aceitos (índice S&P 500), e chegamos ao valor de 6,94%;

Risco Brasil – R_b

Para o Risco Brasil, mantivemos a adoção da uma mediana da série histórica de 15 anos do EMBI+ Brasil, de dezembro de 2006 a dezembro de 2021, contemplando um período de leitura menor do que o proposto pelas Concessionárias. Entendemos que permanece a motivação, a experiência de um ciclo de estabilidade, a ser refletido nos cálculos de risco. Nosso percentual é da ordem de 3,01%;

Inflação americana

Mantivemos uma janela de 10 anos (2012 a 2021) do Índice de Preços ao Consumidor daquele país referência (CPI – Consumer Price Index for All Urban Consumers), cujo resultado é 2,13%;

4.2. A taxa final calculada pela CAPET é:

Taxa de Desconto

$$r_e = r_f + \beta (prm_g) + r_b$$

Taxa de Desconto GT	
Taxa livre de risco	4,04%
Índice de sensibilidade	0,67
Prêmio por risco de mercado	6,94%
Risco Brasil	3,01%
Taxa de Inflação projetada	2,13%
Custo do Capital Próprio Real	9,37%

[...]”

Concluiu, portanto, pela adoção da Taxa de Remuneração de 9,37% (nove inteiros e trinta e sete centésimos por cento).

Por ocasião da 4ª Reunião Interna do Conselho Diretor do ano de 2024, o presente expediente foi sorteado à minha relatoria^[viii].

Nesse íterim, a fim de esclarecer informações divulgadas na imprensa acerca dos investimentos a serem realizados pela Concessionária em regiões sob sua concessão, a CEG RIO enviou o Ofício DIREG nº 198/2023^[ix], esclarecendo que os dados divulgados estariam aquém do montante a ser efetivamente investido e que melhores detalhes serão apresentados no Plano de Negócios a ser apresentado.

Em prosseguimento, dado os comandos deliberativos emanados no Processo Regulatório E-12/003.125/2017, que tratou da 4ª Revisão Quinquenal de Tarifas, juntou-se nos presentes autos cópia da Decisão lá proferida e do Termo de Acordo Extrajudicial firmado^[x].

Considerando o encerramento da 4ª Revisão Quinquenal de Tarifas, em que a metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração foi objeto de discussão e cujo processo se encontrava *sub judice*, sendo o litígio encerrado pela celebração do Termo de Acordo Extrajudicial, com a recente publicação do cumprimento do respectivo Acordo, enviou-se o processo à CAPET para eventual complementação de seu parecer anterior. Porém, ao se manifestar, a câmara técnica^[xi] apontou que “*entende que, mantendo-se a data base de 2022 para a 5ª Revisão Quinquenal, o cálculo da taxa de remuneração de capital de ambas as concessionárias, CEG e CEG Rio, denominada CAPM mantém-se da mesma forma que elaborada nos cálculos do Parecer Técnico AGENERSA/CAPET N° 156/2023 (56044028)*”.

Com vistas a consubstanciar o processo de consulta e audiência pública, a CAPET, em seu parecer, realizou novos cálculos conforme os dados disponíveis:

“Dos Cálculos

7. Com base nas fórmulas apresentadas no item anterior, obtivemos os seguintes valores para os componentes da taxa de remuneração do capital:

Taxa livre de risco - r_f

Bônus do Tesouro Americano de 10 anos (US 10y Treasury Constant Maturity) como expressão de título de liquidez garantida e sem riscos expressivos para os investidores.

*Adotou-se um período de análise de 30 anos, de 1992 a 2021, resultando em uma taxa média de **0,0399 (3,99%)**, valor que converge com os resultados encontrados pela FGV*

Índice de sensibilidade – β

*Foi mantido a desconsideração do adicional proposto pela Delegatária, por não vislumbrarmos razoabilidade e oportunidade para sua adoção, utilizando a média do Beta setorial dos últimos quatro anos (2019 a 2022), conforme a fonte referenciada no anexo deste Parecer. Calculado o valor de **0,6723**;*

Prêmio de Risco de Mercado - prm_g

*Para o Prêmio de Risco de Mercado, a CAPET utilizou, além do estudo próprio baseado no índice S&P 500, o Equity Risk Premium calculado por Damodaran (2022) para o mercado norte-americano. Esse cálculo considera dados históricos desde 1928 até 2021, resultando em um prêmio de **0,0671 (6,71%)**, valor que converge com os resultados encontrados pela FGV.*

Risco Brasil – R_b

Para a avaliação do risco Brasil, manteve-se a adoção da mediana da série histórica de 15 anos do índice EMBI+ Brasil, considerando o período de dezembro de 2007 a dezembro de 2021. Esse critério, já aprovado na 4ª Revisão Quinquenal, reflete a experiência de um ciclo de estabilidade econômica e financeira, garantindo maior aderência à realidade do mercado.

Dessa forma, apurou-se um percentual de **0,0268 (2,68%)**, valor que difere do apresentado pela Concessionária devido às diferenças no número de casas decimais utilizadas nos cálculos, além da escolha de um período de análise menor do que o adotado pela CEG.

7.1. Aplicando os valores apurados, temos:

$$\text{Remuneração do Capital} = 0,0399 + 0,6723 * (0,0671) + 0,0268$$

$$\text{Remuneração do Capital} = 0,1118$$

7.2. Dessa forma, a taxa de remuneração do capital foi estimada em 11,18% (onze inteiros e dezoito centésimo por cento), considerando a taxa livre de risco de 3,99%, o índice de sensibilidade (β) de 0,6723, o prêmio de risco de mercado de 6,71% e o risco Brasil de 2,68%. Cabe ressaltar que esse cálculo está alinhado a metodologia aprovada na 4ª Revisão Quinquenal, garantindo consistência com os critérios previamente adotados.

8. Por fim, aplica-se a Equação de Fischer para obtenção da Taxa de Remuneração de Capital Real. Para isso, considera-se a taxa de inflação dos Estados Unidos estimada com base no Índice de Preços ao Consumidor (CPI – Consumer Price Index for All Urban Consumers), utilizando a média dos últimos 10 anos (2012 a 2021), alinhada com o método utilizado na revisão anterior. O valor obtido foi de **0,0215 (2,15% ao ano)**, em conformidade com o cálculo realizado pela FGV.

Aplicando a Equação de Fischer, temos:

$$\text{Kereal} = \{(1 + 0,1118) \div (1 + 0,0215)\} - 1$$

$$\text{Kereal} = 0,0884 = 8,84\%$$

8.1. Assim, a Taxa de Remuneração de Capital Real foi estimada por esta CAPET, para os trabalhos da 5ª Revisão Quinquenal da CEG, em 8,84% (oito inteiros e oitenta e quatro centésimos por cento) ao ano.

8.2. Informamos que os dados utilizados, a memória de cálculo e as fontes desses dados encontram-se no anexo (97622968).”

Por sua vez, a CEG RIO discordou da fórmula utilizada pela CAPET^[xii], pois teria sido adotada em razão de critérios utilizados na 4ª Revisão Tarifária, fruto de acordo específico e, no seu entender, sem caráter vinculante para revisões posteriores.

Sustentou, também, que a Taxa de Remuneração de Capital deveria refletir adequadamente os riscos do serviço de distribuição de gás canalizado, caracterizado por elevado capital imobilizado e investimentos de longo prazo, sob pena de desestimular novos aportes e comprometer a sustentabilidade econômico-financeira da concessão. No mérito técnico, apontou inadequação no cálculo do Beta Não Alavancado, em razão da utilização, pela CAPET, de médias móveis de longo prazo, defendendo a aplicação da média simples quinquenal usualmente empregada em estudos de mercado. Alegou, ainda, que a não consideração do Beta Alavancado resultaria na subavaliação do risco efetivamente suportado pelos investidores, ao desconsiderar a estrutura de capital da Concessionária.

Por fim, questionou a alteração da metodologia de cálculo do Risco Brasil, sustentando que a redução da série histórica teria desconsiderado períodos relevantes de investimento e

resultaria em um risco inferior ao real, com impacto direto na taxa de remuneração e na atratividade do setor para novos investimentos.

Dado esses argumentos, mais uma vez o processo foi encaminhado à CAPET, que explicou as razões técnicas para a manutenção de seu entendimento e reforçando a estimativa do percentual da Taxa de Remuneração de Capital Real em 8,92% (oito inteiros e noventa e dois centésimos por cento) ao ano.

Considerando que a Taxa de Remuneração de Capital constitui um elemento essencial na definição das margens de distribuição e, respectivamente, na definição da Estrutura Tarifária, e por se tratar de um tema de relevante interesse geral e, ainda, atendendo aos princípios da publicidade e da transparência, a fim de melhor instruir o processo revisional, foi inaugurada a Consulta Pública nº 02/2025^[xiii], tendo em vista os debates envolvendo a metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital a ser aplicada na 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG.

Em resposta, obtiveram-se contribuições da: (i) Naturgy^[xiv], (ii) ABRAGET^[xv], (iii) Zenergas^[xvi], (iv) Marlim Azul^[xvii], (v) ABRACE^[xviii], (vi) COMMIT^[xix], (vii) ABIVIDRO^[xx], (viii) IBP^[xxi], (ix) Firjan^[xxii], (x) Abegás^[xxiii], (xi) ABIQUIM^[xxiv], (xii) EDF Norte Fluminense^[xxv], e (xiii) FGV^[xxvi], todas disponíveis no endereço eletrônico da AGENERSA^[xxvii].

Encerrado o procedimento, no que tange exclusivamente à Taxa de Remuneração, ora sob exame, o Grupo de Trabalho elaborou Relatório^[xxviii] sobre as contribuições recebidas, tendo concluído o que segue:

“9. Conclusão

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 conclui 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). Nesse sentido, recomendamos:

1. Taxa Livre de Risco

A manutenção da proposta da CAPET. Contribuições que propuseram janelas curtas (10 anos) sugerimos não acolhimento por ampliarem a volatilidade e comprometerem a previsibilidade tarifária.

2. Beta e Risco Sistemático

A utilização do Beta desalavancado foi recomendado pela CAPET nos pareceres de referência. Propostas de realavancagem ou substituição setorial foram rejeitadas, por extrapolarem o escopo contratual, introduzirem vieses de capitalização individual, considerando, ainda que o contrato de concessão adota o CAPM, e o parâmetro deve refletir o risco de mercado do setor, sem incorporar efeitos financeiros específicos das concessionárias.

3. Risco Brasil

A manutenção da janela de 15 anos que pondera adequadamente o histórico macroeconômico e as condições atuais, reduzindo efeitos transitórios de crises passadas e preservando a comparabilidade com revisões anteriores, conforme recomendado nos pareceres da CAPET.

4. Prêmio de Risco de Mercado

A manutenção da média aritmética e da série histórica (1928–2021). Sugerimos a rejeição das contribuições que propuseram média geométrica por inadequação conceitual ao modelo.

5. Estrutura de Capital (D/E)

A utilização da estrutura 100% equity, conforme a pareceres da CAPET. As contribuições que sugeriram endividamento (30% a 50%) sugerimos a rejeição.”

Encaminhado o feito para a Procuradoria da AGENERSA, o órgão jurídico argumentou^[xxix]:
“A Taxa de Remuneração de Capital pode ser compreendida como o percentual que irá incidir sobre o capital investido pelo interessado em um serviço. Em termos simples, é um fator que determina o grau de atratividade de um empreendimento a partir de um determinado nível de risco e dimensão.

Nesse contexto, a fixação dos parâmetros e critérios para a formação da Taxa de Remuneração de Capital deve ser realizada com cautela a fim de evitar severos impactos à prestação do serviço público concedido.

*À luz das conclusões constantes do Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 144/2025 (doc. 100496156) e do Relatório do Grupo de Trabalho instituído pela Portaria nº 920/2025 (doc. 116952603), propõe-se a consolidação da metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital (TRC) com observância estrita ao modelo **CAPM** previsto no § 9º da Cláusula Sétima do Contrato de Concessão, preservando a coerência regulatória, a previsibilidade e a modicidade tarifária.*

*Nesse sentido, adota-se, para a **taxa livre de risco**, a média histórica de longo prazo dos títulos do Tesouro norte-americano de 10 anos, em janela de 30 anos, conforme parâmetro adotado pela AGENERSA nas revisões quinquenais anteriores sinalizando estabilidade regulatória e por representar a melhor prática para reduzir volatilidades conjunturais. Assim, rejeitam-se, por conseguinte, as propostas de encurtamento da janela, por ampliarem a sensibilidade a choques transitórios e comprometerem a estabilidade tarifária no período regulatório.*

*Para o parâmetro **beta**, mantém-se o beta setorial desalavancado do segmento “Oil/Gas Distribution”, obtido a partir dos dados anuais de Damodaran e suavizado pela média dos anos 2018 a 2022, resultando em $\beta = 0,6843$. Tal escolha mantém a homogeneidade da base de dados já utilizados pela AGENERSA em revisões anteriores e assegura a mensuração do risco sistêmico do setor, além de mitigar distorções de anos atípicos (pandemia e choque energético internacional). Rejeitam-se, assim, as proposições de re-alavancagem do beta e de substituição setorial, por extrapolarem o escopo contratual e introduzirem vieses de capitalização individual incompatíveis com a neutralidade regulatória.*

No que concerne ao **Risco Brasil**, preserva-se a mediana das médias anuais do EMBI+ Brasil em janela de 15 anos (2007–2021), critério que equilibra profundidade histórica e relevância atual, dilui efeitos de crises pretéritas já superadas e mantém comparabilidade com ciclos anteriores. Enquanto que propostas por janelas mais curtas (10 anos) ou por séries demasiadamente extensas (desde 1997/1999) não demonstraram ganho metodológico apto a justificar inflexão de precedentes.

Para o **prêmio de risco de mercado**, confirma-se a média aritmética da série histórica 1928–2021, por constituir o estimador adequado do retorno esperado no CAPM, afastando-se a média geométrica por inadequação conceitual ao modelo e risco de viés descendente na taxa de desconto.

Por fim, à luz do desenho contratual (CAPM sem ponderação de capital de terceiros), a **estrutura de capital regulatória** permanece 100% equity, repelindo-se as sugestões de incorporação de dívida regulatória (30%–50%), as quais deslocariam indevidamente o foco do risco setorial para escolhas financeiras particulares, com quebra da comparabilidade intertemporal e entre delegatárias.

Aplicados os parâmetros consolidados, a CAPET estimou a TRC nominal a ser aplicada na 5ª Revisão Quinquenal das Concessionárias CEG e CEG Rio em 11,26% a.a. e, pela Equação de Fisher (CPI EUA médio em 10 anos de 2,15%), a TRC real em 8,92% a.a., valores que refletem prudência regulatória e robustez técnica e que, por isso, devem fundamentar os cálculos da 5ª Revisão Quinquenal da CEG Rio.

Outrossim, o Relatório Técnico elaborado pelo Grupo de Trabalho (doc. SEI nº 84281070) não apontou qualquer impedimento de ordem técnica que justifique o afastamento da Taxa de Remuneração de Capital nos moldes da minuta de acordo.

Assim, considerando a liberalidade das partes na escolha da metodologia embasadora da taxa de referência de capital, bem como a sua identidade com àquela firmada anteriormente pelo Conselho Diretor quando da elaboração da Deliberação AGENERSA nº 4.198/2021, não vislumbramos qualquer óbice jurídico que justifique o seu afastamento, sem prejuízo da apreciação discricionária do CODIR.”

E concluiu:

“Ante todo o exposto, e com base nas explicações acima delineadas, é possível sintetizar as conclusões deste parecer pela inexistência de óbice jurídico à manutenção integral da metodologia contratual de apuração da Taxa de Remuneração de Capital (CAPM puro), com a taxa livre de risco obtida pela média de longo prazo dos títulos do Tesouro norte-americano de 10 anos, o beta setorial desalavancado calculado a partir da média 2018–2022 da série de Damodaran, o Risco Brasil definido pela mediana do EMBI+ em janela móvel de 15 anos (2007–2021) e o prêmio de risco de mercado estimado pela média aritmética da série histórica 1928–2021.

Ademais, preserva-se, ainda, a estrutura regulatória 100% equity, por aderência ao modelo contratual e à prática consolidada da Agência. Aplicados esses parâmetros, fixa-se a TRC nominal em 11,26% a.a. e a TRC real em 8,92% a.a., com fundamento técnico suficiente e em consonância com os princípios de coerência regulatória, previsibilidade e modicidade tarifária.

Recomenda-se, portanto, (i) a aprovação dos parâmetros e resultados ora consolidados como base definitiva para os cálculos da 5ª Revisão Quinquenal da CEG Rio; e (ii) o indeferimento das proposições de encurtamento de janelas, re-alavancagem do beta, substituição setorial, adoção de média geométrica do prêmio de risco e introdução de dívida regulatória, por ausência de ganho metodológico e por afronta ao desenho contratual.”

Então, finalmente, em primazia aos princípios da Publicidade e Transparência, tanto a Concessionária, quanto os agentes da Administração Pública Direta e Indireta, e os agentes da sociedade civil, foram oportunizados a apresentar Razões Finais via Ofício^[xxx], sendo os demais interessados munidos de igual possibilidade através das informações disponibilizadas no site desta Reguladora^[xxxi].

Vale dizer, por fim, que durante a presente instrução processual foram anexados aos autos documentos referentes a outros aspectos da Revisão Quinquenal de Tarifas, tais como Base de Ativos e Plano de Negócios da Concessionária, que seguem, também, suas análises em paralelo ao tema em apreço. Assim, como se sabe, considerando que esta fase processual se destina à análise da Taxa de Remuneração de Capital, tal documentação não terá seu tratamento neste Voto, mas, será deliberada em momento processual oportuno.

Este é o relatório.

Vladimir Paschoal Macedo
Conselheiro-Relator

^[i] “[...] 2º - Os limites tarifários serão revistos a cada 5 (cinco) anos, com base nos custos dos serviços, incluída a remuneração do capital, considerando-se, ainda, a necessidade de estímulo ao aumento da eficiência operacional através da redução de custos, a evolução efetiva desses custos, e da produtividade da CONCESSIONÁRIA e do setor de gás.”

^[ii] Doc SEI nº 49131979.

^[iii] Ata de Reunião – Doc SEI nº 49132310.

^[iv] Doc SEI nº 49133496.

^[v] Doc SEI nº 49134369.

^[vi] Promoção nº 07/2021-AGENERSA-PROC-JAC – Doc SEI nº 49136869.

^[vii] Doc SEI nº 49138367.

^[viii] Doc SEI nº 67735088.

^[ix] Doc SEI nº 66095615.

^[x] Docs SEI nº. 90980973, 90981383 e 90987522.

^[xi] Doc SEI nº 96924888.

^[xii] Peticionamento Intercorrente nº SEI-480002/003972/2025.

^[xiii] Docs SEI nº. 101685807, 101686914 e 101687389.

^[xiv] Doc SEI nº 104824135.

^[xv] Doc SEI nº 104879093.

^[xvi] Doc SEI nº 104879114.

^[xvii] Doc SEI nº 104879118.

^[xviii] Doc SEI nº 104878713.

^[xix] Doc SEI nº 104879596.

^[xx] Doc SEI nº 104879135.

^[xxi] Doc SEI nº 104879610.

^[xxii] Doc SEI nº 104879627.

^[xxiii] Doc SEI nº 104879629.

^[xxiv] Doc SEI nº 104878340.

^[xxv] Doc SEI nº 104879669.

^[xxvi] Doc SEI nº 104879670.

^[xxvii] Disponível em: < <https://www.rj.gov.br/agenersa/consultas-e-audiencias-publicas>>.

^[xxviii] Doc SEI nº 116952603.

^[xxix] Parecer nº 691/2025/AGENERSA/PROC – Doc SEI nº 118739927.

^[xxx] Doc SEI nº 119757310, 119758289, 119759356 e 119760123

^[xxxi] <https://www.rj.gov.br/agenersa/revisoes-quinquenais-de-tarifas>

Processo nº: SEI-220007/001640/2023

Data de autuação: 23/03/2023

Regulada: CEG Rio

Assunto: 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas - Taxa de Remuneração de Capital.

Sessão Regulatória: 22/12/2025

VOTO

Trata-se do Processo Regulatório referente à 5ª, e última, Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio, prevista no Contrato de Concessão celebrado em 1997, com vigência até julho de 2027, instaurado em cumprimento ao disposto no § 2º da Cláusula Sétima do Instrumento Concessivo, que estabeleceu a revisão dos limites tarifários em periodicidade quinquenal.

I. Introdução

Decorridos 28 anos desde o início da concessão do serviço público de distribuição de gás canalizado nas Regiões Norte Fluminense, Noroeste Fluminense, Baixadas Litorâneas, Serrana, no Médio paraíba, Centro-Sul e na Baía da Ilha Grande, todas do Estado do Rio de Janeiro, verifica-se que o setor de gás natural passou por transformações relevantes, tanto sob a ótica tecnológica quanto em relação ao perfil de consumo, às formas de suprimento e à própria estrutura de mercado. É nesse contexto de evolução que se inicia o julgamento do Processo Regulatório da 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas, com o objetivo de avaliar o equilíbrio econômico-financeiro da concessão e promover ajustes e adequações necessários à sua manutenção durante todo o ciclo revisional, até o seu encerramento em julho de 2027.

Para tanto, serão examinados, de forma integrada, os custos e as receitas inerentes às atividades de distribuição, os ativos existentes e os investimentos a serem realizados, bem como o custo do capital adequado à remuneração desses ativos. As análises processuais também serão conduzidas sob uma perspectiva *'macro'*, de modo a mapear o ambiente no qual a concessão se insere, permitindo, assim, uma leitura mais consistente das projeções, históricos e desafios futuros.

Nesse sentido, especial atenção será conferida às novas dinâmicas do mercado de gás natural, com destaque para a evolução do Mercado Livre e para as questões associadas à atuação e à operação dos respectivos agentes. Sempre que pertinente, serão igualmente observadas as diretrizes e normas em desenvolvimento no âmbito federal, com vistas à promoção da harmonização regulatória, considerando que a organização e a operacionalização da indústria do gás extrapolam os limites territoriais dos Estados. Nesse passo, todos os demais aspectos suscitados ao longo da presente instrução processual serão devidamente avaliados por esta Reguladora.

Com base nas análises realizadas pelos órgãos técnicos e jurídico da AGENERSA, bem como nas valorosas Contribuições apresentadas pelos diversos Agentes da indústria do gás no curso do processo, caberá a este Conselho-Diretor deliberar acerca do índice de reposicionamento das margens de distribuição e, por consequência, da recomposição tarifária, além de examinar os demais aspectos inerentes ao último ciclo revisional de 2023 a 2027, bem como as medidas necessárias à adequada prestação do serviço ao longo desse período.

Conforme será detalhado adiante, o julgamento da 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas foi estruturado em duas etapas. Na primeira fase - objeto do presente Voto - será definida a metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital e do respectivo percentual aplicável. Concluída essa etapa, serão analisados os demais componentes do fluxo de caixa regulatório e o índice de recomposição das margens de distribuição, de modo a assegurar a preservação do equilíbrio econômico-financeiro da concessão.

Delineado esse contexto, passo, na sequência, à análise da Proposta apresentada pela Concessionária.

II. Da Proposta da Concessionária para a 5ª Revisão Quinquenal

Em linha com o disposto no § 3º da Cláusula Sétima do Contrato de Concessão, a Regulada encaminhou Cartaⁱ, datada de 02/05/2022, por meio da qual solicitou a **dilação do prazo para apresentação da Proposta da 5ª Revisão Tarifária**. Na oportunidade, enfatizou que a elaboração do Plano de Negócios para o ciclo revisional de 2023 a 2027 demandaria a **definição prévia de temas relevantes**, cujas características teriam o condão de gerar incertezas mercadológicas, econômicas e/ou regulatórias e, por consequência, poderiam comprometer a consistência das projeções que constariam no Plano em apreço.

Dentre as questões identificadas como condicionantes à adequada formulação do Plano de Negócios, a Regulada destacou a **necessidade de finalização da 4ª Revisão Quinquenal** e a definição quanto ao abastecimento de municípios da concessão por meio de projetos estruturantes de GNC/GNL. Tais discussões, vale dizer, foram **encerradas** quando da edição da Deliberação AGENERSA nº 4.804/2024 e com a celebração do Acordo Extrajudicial entre o Poder Concedente e a Naturgy, em 12/12/2024, assunto que será melhor abordado mais adiante.

A Naturgy também externalizou sua preocupação quanto à finalização das metodologias tarifárias aplicáveis ao Mercado Livre - em especial, a metodologia para TUSD e TUSD-E e as *‘Condições Gerais de Fornecimento e de Operação e Manutenção de Gasoduto Dedicado para Agentes Livres’*. Além disso, pontuou que a regulamentação do fornecimento de Biometano ou Gás Natural Renovável - GNR nas áreas de concessão da CEG e CEG Rio - tema sob análise - poderiam afetar as projeções da Distribuidora e, com base nessas considerações, postulou pela postergação da data de envio da proposta revisional.

O pleito de dilação foi submetido à análise do Conselho-Diretor na 13ª Reunião Interna, realizada em 03/06/2022, ocasião em que o CODIR decidiu conceder à Naturgy o prazo adicional de 90 (noventa) dias exclusivamente para apresentação do Plano de Negócios, mantendo-se, contudo, o prazo original - 30/06/2022 - para entrega da Taxa de Remuneração (CAPM) e da Base de Remuneração dos Ativos.

Ato contínuo, o Parecer da Procuradoria da AGENERSA trouxe a fundamentação jurídica necessária acerca da concessão do pedido de dilação do prazo para o envio do Plano de Negócios, concluindo pela sua viabilidade, por estar amparada nos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, previstos no Artigo 2º da Lei Estadual nº 5.427/2009. O órgão jurídico esclareceu que para que esses princípios sejam plenamente atendidos, é necessário que os atos administrativos sejam adequados, necessários e proporcionais ao fim público almejado. No caso concreto, **a prorrogação se mostrava como medida apropriada para assegurar a correta elaboração da proposta revisional**, sobretudo diante das indefinições existentes - à época - da 4ª Revisão Quinquenal. Assim, a Procuradoria defendeu o acolhimento do pedido de dilação por três razões centrais: **(i)** a competência legal e contratual da AGENERSA para tanto; **(ii)** o dever institucional da Agência de garantir regras claras, estabilidade regulatória, equilíbrio econômico-financeiro, modicidade tarifária e segurança jurídica; e **(iii)** o contexto fático que - naquele momento - impedia a construção do Plano de Negócios sem a conclusão prévia da Revisão anterior.

A Decisão pela extensão do prazo, portanto, mostrou-se como medida adequada para possibilitar à Concessionária a elaboração de um Plano de Negócios mais preciso, com bases sólidas e bem estruturadas, evitando a apresentação de documentos inconsistentes ou sujeitos à posterior retratação. Tal providência revelou-se especialmente pertinente diante da solução alcançada por meio do processo de conciliação instaurado no âmbito da 4ª Revisão Quinquenal, o qual permitiu equacionar as controvérsias relevantes e a definição das diretrizes e premissas necessárias à adequada formulação das etapas da 5ª Revisão Quinquenal.

Isto posto, em cumprimento às Decisões do Conselho-Diretor da AGENERSA e aos prazos estabelecidos no § 3º, da Cláusula 7ª, do Contrato de Concessãoⁱⁱ, a Concessionária apresentouⁱⁱⁱ, em 30/06/2022, tempestivamente, a **Proposta de Taxa de Remuneração de Capital**, fundamentada em estudo técnico realizado pela FGV, e a **Base Inicial de Remuneração de Ativos (BRAi)**, como parte integrante do Processo Regulatório da 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas.

III. Do Julgamento da 5ª Revisão Quinquenal em Duas Etapas

Em conjunto com o envio da Proposta da Taxa de Remuneração e das informações iniciais relativas à Base de Ativos, a Concessionária propôs que tais componentes, integrantes do fluxo de caixa regulatório, fossem deliberados previamente à entrega do Plano de Negócios da 5ª Revisão Quinquenal. Segundo a Naturgy, a definição antecipada desses parâmetros permitiria uma melhor sinalização para a elaboração do Plano de Investimentos.

Diante do pleito apresentado, e com vistas à avaliação de sua viabilidade jurídica, a matéria foi submetida à apreciação da Procuradoria da AGENERSA, que, ao analisar o mérito da questão, reconheceu a adequação da deliberação preliminar da Taxa de Remuneração, em decorrência da autorização de postergação do envio do Plano de Negócios para momento subsequente ao prazo originalmente previsto no Contrato de Concessão.

A esse respeito, o órgão jurídico consignou que, nos termos do § 3º da Cláusula 7ª do Contrato de Concessão, a Proposta de Revisão Quinquenal deveria ser apresentada no penúltimo semestre de cada quinquênio, acompanhada, entre outros documentos, da Taxa de Remuneração de Capital e da Base Inicial de Remuneração de Ativos. Considerando que a dilação de prazo deliberada pelo Conselho-Diretor não alcançou

esses dois componentes, a Procuradoria sugeriu pelo regular seguimento da apreciação pela AGENERSA, independentemente da conclusão da 4ª Revisão Quinquenal, por não depender dela, cabendo, portanto, sua apreciação pelo Conselho-Diretor.

Em consonância com esse entendimento, o Conselho-Diretor da AGENERSA aprovou, por unanimidade, na Reunião Interna de 22/09/2022^{iv}, a possibilidade de apresentação do Plano de Negócios após a deliberação da Taxa de Remuneração.

Esse procedimento, que **consiste no faseamento da revisão tarifária, com a deliberação prévia do Custo de Capital e, em etapa subsequente, a análise do Plano de Negócios e da Base de Ativos**, encontra respaldo tanto nos fundamentos da economia da regulação quanto em boas práticas regulatórias já consolidadas. Tal abordagem reconhece a natureza distinta e complementar desses componentes: enquanto a Taxa de Remuneração constitui parâmetro econômico-financeiro estruturante, o Plano de Negócios e a Base de Ativos devem ser avaliados à luz desse parâmetro previamente definido e das metodologias regulatórias por ele estabilizadas, assegurando maior coerência e previsibilidade ao processo revisional.

À título de exemplo, em São Paulo, nos processos de Revisão Tarifária do serviço de distribuição de gás canalizado, a ARSESP adota procedimento análogo ao tratar a definição do Custo de Capital como etapa antecedente à definição das tarifas teto do ciclo revisional subsequente. Nesse sentido, a Agência Paulista aprovou o Submódulo 2A.5 - Custo de Capital do PROCALT^v, estabelecendo a metodologia de cálculo do WACC aplicável às Concessionárias e, posteriormente, definiu o Custo de Capital regulatório a ser utilizado no ciclo revisional^{vi}. Apenas após tais definições, a ARSESP seguiu para a análise das tarifas teto da 5ª Revisão Tarifária.

De igual modo, a ANP estruturou o processo de revisão das tarifas de transporte de gás natural para o ciclo 2026 a 2030 em fases distintas, conforme Plano de Ação aprovado por sua Diretoria Colegiada e divulgado em 06/11/2025. Nesse modelo, a Agência Reguladora Federal previu: **(i)** a definição prévia da taxa de retorno; **(ii)** a posterior valoração da Base Regulatória de Ativos; e **(iii)** a definição da Receita Máxima Permitida e das tarifas finais, justificando que o faseamento possibilita análises mais aprofundadas e específicas de cada componente tarifário.

No setor de energia elétrica, a ANEEL adota procedimento semelhante ao estruturar a definição dos componentes das revisões tarifárias por meio dos Procedimentos de Regulação Tarifária - PRORET, compêndio normativo constantemente atualizado com o objetivo de esclarecer conceitos, reduzir lacunas e aprimorar a aplicação das metodologias regulatórias. Nesse contexto, o Submódulo 2.4 do PRORET, aprovado em 20/04/2020, estabelece a regra de definição e atualização anual da Taxa Regulatória de Remuneração de Capital, a qual é aplicada como parâmetro metodológico nos processos de revisão tarifária realizados no respectivo ano de vigência.

Nesse passo, resta evidenciado que a Decisão da AGENERSA de estruturar a 5ª Revisão Quinquenal em duas etapas - com o julgamento preliminar da Taxa de Remuneração de Capital e, em momento posterior, a análise do Plano de Negócios e da Base de Ativos - encontra sólido amparo técnico e regulatório, alinhando-se às melhores práticas adotadas por outros reguladores das esferas estadual e nacional.

No caso concreto, tal opção revelou-se especialmente relevante, ao permitir a consolidação prévia das bases e diretrizes necessárias à continuidade do processo revisional, em um contexto marcado por discussões que permearam os âmbitos

regulatório, administrativo e judicial, superadas apenas em dezembro de 2024, com a celebração do Acordo Extrajudicial, que solucionou controvérsias diretamente relacionadas às premissas da revisão tarifária.

Assim, delimitadas as fases processuais, de julgamento da 5ª Revisão Quinquenal em duas etapas, com a definição preliminar da Taxa de Remuneração do Capital, considerando a relevância da definição da referida Taxa e de seus potenciais impactos sobre usuários e Agentes de mercado, a AGENERSA, em continuidade à instrução processual, submeteu a matéria à participação social, por meio da realização de Consulta e Audiência Públicas, conforme se passa a expor.

IV. Da Consulta e Audiência Públicas

Em observância aos princípios da publicidade e da transparência, e considerando a **relevância** e a **repercussão geral do tema**, objeto de **interesse de toda a coletividade**, em especial dos usuários e da sociedade civil organizada, a AGENERSA submeteu à Consulta Pública a metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital a ser aplicada na 5ª Revisão Quinquenal. Para isso, no período de 16 de junho a 16 de julho de 2025, foram disponibilizados no sítio eletrônico da Agência a Proposta apresentada pela Concessionária e o Relatório Técnico AGENERSA/CAPET nº 144/2025, de modo a possibilitar o amplo acesso às informações e a coleta de subsídios técnicos para consubstanciar futuras decisões do Conselho Diretor.

Ao término da fase de Consulta Pública, haviam sido encaminhadas à AGENERSA 13 Contribuições, igualmente disponibilizadas no site desta Reguladora, provenientes dos seguintes Agentes e entidades do mercado de gás: ABEGAS; ABRACE; ABQUIN; ABRAGET; ABVIDRO; COMMIT; EDF Norte Fluminense; FGV; FIRJAN; IBP; Marlim Azul; Naturgy e Zenergás.

Na sequência, em 23 de julho de 2025, a AGENERSA realizou Audiência Pública Virtual, por meio da plataforma Zoom Meetings, com transmissão ao vivo pelo canal institucional da Agência no YouTube, ocasião em que foram realizadas apresentações pelos Agentes interessados, ampliando o debate técnico acerca do tema submetido à apreciação.

As etapas de Consulta e Audiência Públicas tiveram por finalidade garantir a participação efetiva de todos os interessados, permitindo a manifestação de opiniões, considerações, questionamentos e contribuições técnicas relevantes, as quais foram incorporadas à instrução do presente processo, contribuindo para o aprimoramento, a robustez técnica e a segurança das decisões a serem proferidas pelo Conselho-Diretor.

V. Do Encerramento do Processo da 4ª Revisão Quinquenal e da Celebração do Acordo de Conciliação Extrajudicial

Antes de adentrar propriamente à análise da Taxa de Remuneração de Capital, objeto específico do presente julgamento, faz-se necessário contextualizar as circunstâncias que conduziram à apreciação da 5ª Revisão Quinquenal neste momento. Tal esclarecimento se mostra relevante diante do histórico do processo revisional anterior e de seus reflexos diretos sobre a condução do ciclo subsequente.

Com efeito, a 4ª Revisão Quinquenal foi marcada por questionamentos de elevada complexidade, notadamente relacionados às disposições do 3º Termo Aditivo ao Contrato de Concessão, celebrado entre a Concessionária e o Poder Concedente. As

controvérsias, então instauradas, extrapolaram o âmbito regulatório, tendo sido submetidas à apreciação de diversos órgãos da Administração Pública - a exemplo do Tribunal de Contas do Estado, da SEENEMAR, da Casa Civil e da Procuradoria-Geral do Estado - além de terem sido levadas ao Poder Judiciário. Esse conjunto de discussões foi definitivamente superado em dezembro de 2024, com a celebração do Acordo Extrajudicial, cuja eficácia ficou condicionada ao encerramento formal da 4ª Revisão Quinquenal de Tarifas.

Explico. Desde o primeiro ato decisório do Processo Regulatório que tratou da 4ª Revisão - Deliberação AGENERSA nº 4.199/2021 - registrou-se que o processo revisional se encontrava diretamente relacionado à ação judicial nº 0290848-46.2020.8.19.0001 e às discussões travadas no âmbito do processo TCE-RJ nº 113.660-3/14, ambos vinculados ao 3º Termo Aditivo. Em razão disso, os efeitos da decisão revisional foram suspensos por deliberação do Conselho-Diretor^{vii} em Reunião Interna, posteriormente ratificada em Sessão Regulatória, quando do julgamento dos Embargos, tendo permanecido vigente até a Decisão final do CODIR, proferida em novembro de 2024, com a edição da Deliberação AGENERSA nº 4.804/2024.

Desse modo, os atos normativos acima referenciados - Deliberação AGENERSA nº 4.199/2021, integrada pelas Deliberações AGENERSA nº 4.408/2022 (Embargos) e nº 4.804/2024 (Recurso) - estabeleceram as métricas de reequilíbrio aplicáveis ao ciclo revisional 2018 a 2022, recomendando, também, que determinados temas examinados na 4ª Revisão Quinquenal fossem remetidos, visando aprofundamento, para os autos da 5ª Revisão Quinquenal.

Entre as diretrizes então fixadas, destacam-se o encerramento das discussões relativas à Taxa de Remuneração do ciclo 2018 a 2022 e a aprovação das premissas do Termo de Acordo de Conciliação^{viii}, por meio do qual foram materializados **(i)** a solução consensual das divergências de entendimento entre a Naturgy, o Poder Concedente e a AGENERSA, **(ii)** o encerramento do litígio judicial supramencionado, assim como **(iii)** o encerramento da 4ª Revisão Quinquenal.

Ressalte-se, por oportuno, que, embora necessária a contextualização do histórico da 4ª Revisão Quinquenal, **o presente julgamento restringe-se exclusivamente às matérias relacionadas à Taxa de Remuneração de Capital**, permanecendo as demais questões afetas à 5ª Revisão Quinquenal para apreciação em momento oportuno, quando da análise do mérito correspondente.

Feitas essas considerações preliminares, passo, então, à análise das questões técnicas específicas relativas ao presente feito, da 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio.

VI. Caracterização da Concessão da CEG Rio

Antes de avançar para as análises pormenorizadas a que este Voto se propõe, considero oportuno registrar, ainda que de forma sintética, a trajetória evolutiva da Concessão no Estado do Rio de Janeiro. Tal contextualização assume especial relevância por se tratar do último ciclo revisional de um Contrato de Concessão com prazo de 30 (trinta) anos, o que permite uma avaliação consolidada dos avanços estruturais, institucionais e regulatórios alcançados ao longo de todo o período.

Sob a perspectiva da infraestrutura, os dados técnicos evidenciam uma expansão expressiva da rede de distribuição desde o início da concessão. A malha operada pela

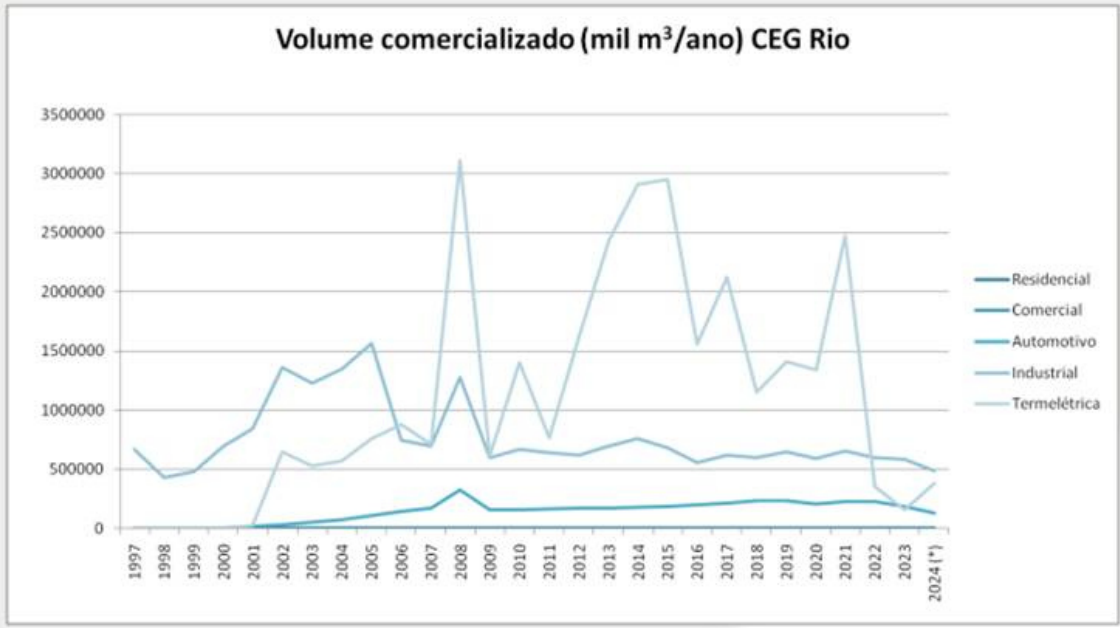
Concessionária, que, em 1997, contava com aproximadamente 56 km de extensão, alcançou, ao final de 2024, mais de 1.400 km de rede, representando avanço significativo da infraestrutura estadual de distribuição de gás canalizado. Esse crescimento reflete um processo contínuo de investimentos voltados à interiorização do serviço e à ampliação do acesso ao gás em regiões anteriormente não atendidas.

Tabela 4 - Evolução da rede de distribuição de gás natural da CEG RIO, em km (1997-1999).

Rede de distribuição de gás natural da CEG RIO			
Tipo x Ano	1997	1998	1999
Tubulação de Aço Carbono	50,85 km	282,78 km	282,8 km
Tubulação de Polietileno	6,03 km	6,03 km	6,03 km
Total da rede	56,88 km	288,81 km	288,83 km

Em paralelo à expansão física da rede, observou-se, também, relevante evolução da base de usuários. O número de consumidores atendidos, também deu um salto, ultrapassando 90 mil de clientes nos últimos exercícios, evidenciando não apenas a ampliação territorial do serviço, mas, também, a consolidação do gás natural como insumo estratégico nos segmentos residencial, comercial, industrial, automotivo e termelétrico.

Figura 43 - Volume comercializado (mil m3/ano) por setor, no estado do Rio de Janeiro - CEG Rio.



No plano social e institucional, merece destaque a instituição da Tarifa Social, instrumento de política pública voltado à promoção da modicidade tarifária e à ampliação do acesso ao serviço por usuários de menor renda. Soma-se a isso a expressiva evolução dos canais de relacionamento com os usuários. Ao ensejo, registra-se que, no início da concessão, a Agência sequer contava com uma estrutura de Ouvidoria, ao passo que, atualmente, os relatórios técnicos refletem a percepção positiva quanto à atuação da Concessionária e desta Reguladora em garantir a qualidade, confiabilidade e continuidade dos serviços prestados.

Do ponto de vista regulatório e operacional, essa trajetória também foi marcada pelo progressivo aprimoramento das atividades de fiscalização, desenvolvendo-se maior

robustez dos instrumentos de acompanhamento e controle, bem como pelo fortalecimento da atuação da Agência na verificação de indicadores de qualidade e segurança. Adicionalmente, recomenda-se modernização dos sistemas operacionais, com a incorporação de tecnologias de automação, telemetria e monitoramento remoto, que contribuam para ganhos de eficiência, redução de perdas, aumento da segurança operacional e maior qualidade na prestação do serviço público.

Por fim, destaca-se como marco relevante desse período a abertura do Mercado Livre de Gás no Estado do Rio de Janeiro, processo que representa mudança estrutural no modelo setorial e no qual a AGENERSA desempenhou papel central na construção do arcabouço regulatório necessário à sua implementação. Tal evolução evidencia o amadurecimento institucional do setor ao longo do período contratual e reforça o caráter singular da presente Revisão Quinquenal de Tarifas, que não apenas encerra um contrato de longa duração, mas também se projeta como marco de transição para uma nova etapa de organização e funcionamento do mercado de gás no Estado.

Esse contexto histórico não apenas evidencia os avanços já consolidados, como também fornece o substrato técnico e regulatório necessário para a análise das premissas que orientarão a presente Revisão Quinquenal, a qual deverá, à luz da maturidade adquirida por todas essas etapas evolutivas, avaliar de forma criteriosa os parâmetros econômicos e regulatórios aplicáveis ao novo ciclo, como forma de assegurar o equilíbrio econômico-financeiro do contrato, a modicidade tarifária e a continuidade da adequada prestação do serviço.

VII. Fundamentação Jurídica

A atividade regulatória no Brasil ganhou melhores contornos com o advento da Constituição Federal de 1988, que consolidou a noção de serviço público como atividade sujeita ao atendimento do interesse coletivo e ao dever estatal de garantir a sua adequada prestação, conforme prevê o Artigo 175 do texto constitucional^{ix}. A conceituação de ‘*serviço público*’, ainda que guarde certa complexidade, é definida, quase em consenso, como “*toda atividade prestada pelo Estado ou por seus delegados, basicamente sob regime de direito público, com vistas à satisfação de necessidades essenciais e secundárias da coletividade*”^x.

Nesse contexto, criou-se a possibilidade da prestação dos serviços públicos a partir de sua delegação a entes privados que atuariam em parceria com o Poder Público, tendo a própria Constituição atribuído aos Estados o monopólio da exploração direta, ou mediante concessão, dos serviços locais de gás canalizado, como consta em seu Artigo 25, § 2º, a título de exemplificação.

Ao reconhecer a possibilidade da Administração Pública delegar a execução desses serviços à iniciativa privada, por meio da concessão, abriu-se, então, espaço para um modelo em que o Estado deixa de ser necessariamente o executor direto da atividade, mas permanece responsável por sua organização e supervisão. Assim, com a ampliação das delegações, tornou-se indispensável criar estruturas capazes de acompanhar a execução contratual, resolver conflitos e garantir equilíbrio entre os interesses dos usuários, dos concessionários e da própria Administração - aqui atuando como Poder Concedente.

Foi nesse cenário que surgiram, ainda na década de 1990, as Agências Reguladoras. No Estado do Rio de Janeiro, especificamente, à época da assinatura do Contrato de Concessão da CEG Rio, datado de 21 de julho de 1997, o Poder Regulatório era

exercido pela Agência Reguladora de Serviços Públicos Concedidos do Estado do Rio de Janeiro, a ASEP-RJ, criada pela Lei nº 2.686/1997, posteriormente substituída por esta AGENERSA, quando da aprovação da Lei nº 4.556/2005.

Esse diploma legal previu, entre outras coisas, as competências e atribuições da AGENERSA, incluindo-se, entre elas, a de decidir, como instância administrativa definitiva, os pedidos de revisão de tarifas de serviços públicos concedidos ou permitidos, mediante apresentação, quando for o caso, de planilhas de custos elaboradas de forma detalhada pelos concessionários.

Igual ideia é reproduzida no Decreto Estadual nº 38.618/2005, ao estabelecer, em seu Artigo 10, inciso V, que compete à AGENERSA fixar, reajustar, revisar, aprovar e homologar tarifas, seus valores e estruturas, cabendo ao Conselho Diretor deliberar acerca dos pleitos de reajuste e revisão de tarifas de serviços públicos concedidos, permitidos ou autorizados, conforme Artigo 15, inciso III.

Nesse ponto, deve-se destacar que a revisão das tarifas não se traduz em mero formalismo ou cumprimento contratual, mas tem natureza igualmente constitucional e legal, pois visa atender ao que preconiza o Artigo 37, inciso XXI, e Artigo 175, parágrafo único, inciso III, ambos da Constituição da República, na medida em que estes criam a necessidade de se regulamentar a política tarifária dos serviços públicos e que, ao longo da execução do contrato, deve-se manter as condições efetivas da proposta.

É de se reconhecer, ademais, que para atender ao comando do Artigo 175, o legislador infraconstitucional aprovou, em 1995, a Lei nº 8.987, conhecida como a *Lei das Concessões*, que em seu bojo traz definições sobre a política tarifária a ser observada nos contratos delegados, dos quais se destaca o Artigo 9º, *caput* e § 2º, e Artigo 10.

Esses Artigos preveem que a tarifa do serviço público concedido será fixada pelo preço da proposta vencedora da licitação e preservada pelas regras de revisão previstas nesta lei, no edital e no contrato; e que tais instrumentos deverão prever mecanismos de revisão das tarifas, a fim de manter-se o equilíbrio econômico-financeiro, o qual será considerado mantido sempre que forem atendidas as condições estabelecidas.

Ou seja, a lógica da política tarifária nas concessões parte da premissa de que a tarifa deve ser estruturada de modo a viabilizar a adequada execução do serviço público e assegurar a remuneração compatível com os encargos assumidos pelo concessionário, preservando-se, ao longo de toda a vigência contratual, as condições originalmente estabelecidas na proposta vencedora. Trata-se de **um comando que harmoniza o interesse público primário, evidenciado na prestação contínua e eficiente do serviço, com a necessidade de que o particular disponha de meios econômicos suficientes para cumprir as obrigações contratuais.**

O desenho tarifário não se limita a um parâmetro estático de preços, mas integra um mecanismo de estabilidade do acordo, permitindo que variações relevantes de custos, alterações normativas ou fatos supervenientes sejam reequilibrados, de modo a manter o equilíbrio econômico-financeiro originalmente pactuado.

Assim leciona José dos Santos Carvalho Filho^{xi}:

“[...] A despeito da simplicidade da expressão, não se pode deixar de reconhecer que o concessionário tem o direito subjetivo à fixação das tarifas em montante suficiente para ser devidamente prestado o serviço.

Esse entendimento emana da própria Constituição. Com efeito, se do concessionário é exigida a obrigação de manter o serviço adequado (art. 175, parágrafo único, IV, CF), não pode ser relegada a contrapartida da obrigação, ou seja, o direito de receber montante tarifário compatível com essa obrigação. Se, de um lado, não devem as tarifas propiciar indevido e desproporcional enriquecimento do concessionário, com graves prejuízos para os usuários, de outro não pode o seu valor impedir a adequada prestação do serviço delegado pelo Estado. Por isso mesmo, várias decisões judiciais asseguraram a concessionários o direito à revisão das tarifas.”.

Nesse sentido, **a política tarifária opera como a sustentação econômica do modelo de delegação: ao mesmo tempo em que protege o usuário contra abusos e garante transparência na formação dos valores cobrados, assegura ao concessionário uma remuneração que reflita o risco assumido na gestão da infraestrutura e na prestação do serviço público.** É essa engenharia normativa e contratual que permite que a concessão funcione como parceria duradoura, em que a tarifa - supervisionada pela Agência Reguladora - constitua um instrumento de materialização do interesse público, equilíbrio entre os Agentes envolvidos e a efetividade do próprio contrato.

Dito isso, o arcabouço normativo evidencia que a atuação da AGENERSA no processo revisionário de tarifas da CEG Rio não decorre de mera faculdade administrativa, mas de um dever institucional diretamente ligado à garantia da adequada prestação do serviço público delegado. Traduz-se, portanto, em efetivo cumprimento de seu papel regulatório, o qual se materializou através deste Processo Regulatório, observados os princípios norteadores da atividade administrativa, tais como o da transparência, legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, impessoalidade, eficiência, celeridade, oficialidade, publicidade, participação, proteção da confiança legítima e interesse público, nos termos da Lei Estadual nº 5.427/2009.

VIII. Da Regulação Econômica

A regulação econômica pode ser compreendida como a atuação do Estado para disciplinar mercados nos quais a concorrência não é capaz de produzir resultados eficientes ou compatíveis com o interesse público. No setor de infraestrutura, como é o caso da distribuição de gás canalizado, essa intervenção se torna ainda mais necessária, pois a própria estrutura do mercado - caracterizada pelo monopólio natural, por atividades intensivas em capital, que demandam elevados investimentos em ativos específicos e pela ausência de competição - cria incentivos para práticas que poderiam elevar preços, reduzir a qualidade e/ou comprometer a continuidade do serviço.

Sua importância reside exatamente em **equilibrar** esses elementos. A regulação estabelece regras de operação, critérios tarifários e padrões mínimos de desempenho que garantem a remuneração adequada do concessionário, mas sem perder de vista a modicidade tarifária e a proteção do usuário. Em outras palavras, ela funciona como o mecanismo que viabiliza a prestação de um serviço essencial em ambiente de monopólio, assegurando eficiência, transparência e estabilidade ao longo de toda a concessão.

Para melhor esclarecer a indispensabilidade da regulação econômica no serviço público de distribuição de gás canalizado, destaca-se que se trata de uma atividade típica de **monopólio natural**, estruturada como **indústria de rede** e marcada por investimentos iniciais elevados, longos prazos de maturação e ativos altamente específicos,

dimensionadas para atender picos de demanda e garantir o crescimento sustentável do consumo ao longo do tempo, o que pode gerar custos que não podem ser recuperados fora da própria atividade (*'custos afundados'*). Diante desse cenário, a presença de mecanismos regulatórios torna-se essencial para assegurar eficiência, estabilidade e proteção ao interesse público^{xii}.

Adicionalmente, o setor de distribuição de gás é caracterizado pela necessidade do **uso intensivo do capital**, devido ao fato das grandes infraestruturas precisarem ser construídas na sua integralidade, haja vista que a construção fracionada inviabilizaria a sua utilização.

Após a maturação dos elevados investimentos iniciais requeridos, os custos fixos são reduzidos significativamente, tendendo a zero, restando apenas os custos de fornecimento do serviço ou bem, que são, geralmente, baixos, proporcionando, por consequência, um custo marginal menor.

Para mais, essa atividade também é reconhecida pela **economia de escala**, capaz de proporcionar um menor custo unitário de construção de uma rede quanto maior for a sua demanda total e pela possibilidade de existência de **economia de escopo**, na qual o custo do serviço é reduzido quando há a provisão simultânea de outros serviços.

Assim, a infraestrutura do serviço de distribuição de gás possui estruturação de grande porte em relação às necessidades de um dado mercado, sendo inerentemente concentradoras, contando com forte apelo à integração e, devido a sua dominância de mercado, gera incentivos e poder econômico para a **adoção de estratégias anticompetitivas**, afastando a possibilidade de **competição generalizada**.

Logo, como forma de se alcançar o equilíbrio entre a rentabilidade do investidor e os interesses dos consumidores, a **regulação econômica** surge com um papel importante na solução das falhas de mercado inerentes aos monopólios naturais, através da qual a intervenção direta do Estado, munido de poderes normativos, de fiscalização e de arbitragem, exerce uma função tutelar, possibilitando o efetivo exercício da regulação, preservando à concessão e seus usuários e, ao mesmo tempo, provendo um ambiente previsível para os investidores.

Para melhor compreensão sobre as funções do Ente Regulador, quanto à sua atuação na regulação econômica, faz-se, aqui, um paralelo com o setor do saneamento básico, uma vez que a Lei nº 11.445/2007, alterada pela Lei nº 14.026/2020, também chamada de Novo Marco Legal do Saneamento Básico, traz conceitos importantes sobre os principais objetivos a serem alcançados pelo Poder Público quando da sua atuação regulatória. Cita-se os Artigos 21 e 22, incisos III e IV, que apontam a função regulatória como sendo a de atender aos princípios de transparência, tecnicidade, celeridade e objetividade das decisões; e que são objetivos da regulação prevenir e reprimir o abuso do poder econômico e definir tarifas que assegurem tanto o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos quanto a modicidade tarifária, por meio de mecanismos que gerem eficiência e eficácia dos serviços e que permitam o compartilhamento dos ganhos de produtividade com os usuários.

No caso específico do Estado do Rio de Janeiro, as companhias estaduais que exploravam os serviços locais de gás canalizado foram concedidas a partir do Programa Estadual de Desestatização - PED, instituído pela Lei Estadual nº 2.470/1995, que, dentre seus principais objetivos, destaca-se o incentivo à retomada de investimentos nas

empresas e nas atividades delegadas, além de estimular a livre concorrência e a democratização da propriedade do capital.

No setor de gás natural, a regulação fluminense tem como desafio garantir o equilíbrio das concessões outorgadas à iniciativa privada que, devido a sua natureza jurídica, possuem maior potencial para a captação e para a alocação dos recursos, de forma a promover a ampliação e melhoria na qualidade da prestação do serviço público.

Para a consecução de tal finalidade, o Poder Concedente, na figura do chefe do Poder Executivo Estadual, e a Concessionária CEG Rio celebraram o Contrato de Concessão, cujo prazo de vigência foi estabelecido em 30 (trinta) anos, e no qual foram definidas as regras de atuação para a adequada prestação do serviço, a serem seguidas pelo Concedente e pela Regulada.

Entre as particularidades que foram definidas, se encontra a modelagem de regulação, concebida no formato de **regulação discricionária**, devido à condição de incompletude das regras contratuais e caracterizada por uma maior flexibilidade na resposta a mudanças e imprevistos decorrentes de eventos econômicos e sociais, quando comparada a regulação contratual. A respeito dela, novamente se faz um paralelo com o setor do saneamento, para trazer a definição elaborada pela Agência Nacional de Águas e Saneamento Básico ('ANA'), através da Norma de Referência ANA nº 06/2024, que, no inciso XIV do Artigo 3º, define a regulação discricionária como o *“modelo de regulação no qual as regras e procedimentos de remuneração, formação da tarifa, metas de cobertura e expansão do atendimento dos serviços, níveis de desempenho e qualidade da prestação e alocação de riscos são definidos nas revisões tarifárias periódicas conforme previsão contratual ou de regulamento, com base na demanda, nos custos e investimentos projetados ou incorridos, assegurado o equilíbrio econômico-financeiro da prestação”*.

Em semelhante caminho, o próprio órgão jurídico da AGENERSA asseverou que nesse modelo *“os contratos e a regulação são estruturados de forma que fique a cargo da regulação buscar a eficiência de mercado e, por conseguinte, o bem-estar da sociedade, mediante um processo que simula os custos operacionais eficientes em um ambiente de concorrência perfeita para atingimento dos objetivos de prestação do serviço definidos pelo contrato, pela lei, pela regulação ou pela Constituição”*.

Ao que discorreu, o equilíbrio é definido pela Regulação ao longo da execução do contrato, por meio dos processos de Revisão Tarifária. Dessa maneira, as metodologias e parâmetros de cálculo para aferição do novo patamar tarifário não estão, via de regra, previamente estabelecidos no instrumento contratual, mas são construídos pelo trabalho regulatório, que possui uma margem maior de discricionariedade para levar em consideração e redistribuir os eventuais ganhos de eficiência auferidos pela Concessionária.

Em prosseguimento, sob o aspecto do Contrato de Concessão, tem-se que as regras de atuação da Regulada foram previstas nas Cláusulas 1ª, §§ 3º e 4º, que disciplinam que a Distribuidora buscará sempre a satisfação de seus usuários, obedecendo aos princípios da eficiência, regularidade, continuidade, segurança, qualidade, generalidade, atualidade, cortesia com os consumidores e modicidade das tarifas.

Por sua vez, ainda com um olhar do instrumento contratual, nota-se que as regras e as diretrizes para a realização das revisões tarifárias quinquenais foram fixadas na Cláusula 7ª, em que foi estabelecido o modelo de regulação tarifária por incentivo - **Preço Teto**

ou **Price Cap**. Nesse modelo, o regulador define as margens de distribuição máxima a serem praticadas pela Regulada, por segmento e por faixa de consumo durante um determinado ciclo revisional e a partir dos limites fixados, as empresas são estimuladas a reduzir seus custos e melhorar sua eficiência, visando aprimorar sua performance financeira.

Na sequência das disposições contratuais, em linha com o racional supracitado, no § 2º da mesma Cláusula, foi explicitada a necessidade de estímulo ao aumento da eficiência operacional pela redução dos custos da concessão, assim como pela produtividade da Concessionária e do setor de gás.

Em resumo, no exercício do poder regulatório fluminense, a AGENERSA tem como missão, durante o processo revisional, materializar e operacionalizar as regras expostas, a fim de se estabelecer as condições de equilíbrio econômico-financeiro da concessão, de forma a se alcançar uma prestação do serviço adequada e - ao mesmo tempo - preservar a modicidade tarifária ao usuário final, como será tratado a seguir.

IX. Do Processo de Revisão Tarifária

Antes de adentrar às discussões específicas sobre esta etapa do Processo Regulatório da 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas, faz-se necessário relembrar que a **Tarifa** aplicada aos usuários finais pela prestação do serviço de distribuição de gás canalizado é composta pelos seguintes componentes: (i) **Margem** de Distribuição; (ii) **Custo** do Gás; e (iii) Fator de **Tributos**. Logo, o presente processo revisional - vale dizer - incide exclusivamente sobre o componente **Margem de Distribuição**, que compreende a receita efetivamente percebida pela Concessionária. E, segundo as regras contratuais, quanto aos demais componentes - Custo do Gás e Fator de Tributos -, cabe ao regulador estadual repassar as alterações ocorridas à tarifa aplicada ao usuário final.

Sobre o processo de revisão tarifária propriamente dito, os §§ 2º e 3º da Cláusula 7ª do Contrato de Concessão estabeleceram que os limites tarifários seriam revistos a cada 5 (cinco) anos, cabendo à Regulada o envio da Proposta contendo o pedido de revisão tarifária e da nova estrutura tarifária a vigorar no quinquênio subsequente.

Na Cláusula 7ª também foram delineadas as diretrizes gerais aplicáveis ao processo revisional, notadamente quanto à definição dos **custos** a serem considerados; à **taxa de remuneração** apta a assegurar o retorno adequado aos investimentos; à base de **cálculo da remuneração dos ativos**; e à forma de **apuração da remuneração** do capital.

De modo abrangente, a partir dessas premissas contratuais, acrescidas dos demais temas pertinentes ao ciclo revisional em estudo, o equilíbrio econômico-financeiro da concessão é mensurado pela avaliação das receitas e despesas inerentes à atividade de distribuição de gás, considerando-se as projeções dos fluxos de caixa da concessão, que quando descontados por uma taxa de remuneração justa e adequada, permitem a obtenção do índice de reposicionamento, responsável por ajustar o valor das margens a vigorar no próximo ciclo revisional.

Esse ajuste, promovido pela aplicação do índice de reposicionamento às margens vigentes, deve ser capaz de, a partir de uma gestão econômica eficiente por parte da Concessionária, gerar receita suficiente para cobrir os custos operacionais, viabilizar os investimentos projetados e aprovados, assegurar a adequada remuneração do capital investido e manter a qualidade dos serviços prestados, em consonância com os princípios da modicidade tarifária e da eficiência regulatória^{xiii}.

Como pode ser observado, o processo de revisão quinquenal envolve análises detalhadas de diversos componentes e fatores inerentes à Distribuidora e ao ambiente regulado, resultando em um processo técnico e juridicamente complexo, cujo resultado final é alcançado a partir da atuação técnica da Agência Reguladora, de intensos estudos, análises e debates internos e da ampla participação social.

Por conseguinte, considerando que o julgamento desta 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas foi segmentado em duas etapas, e que a fase inaugural compreende a definição da metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração do Capital e a respectiva definição do seu percentual, e considerando, ainda, que a segunda etapa permanece em fase de instrução processual, necessária ao maior aprofundamento das matérias a serem apreciadas, passa-se, na sequência, ao exame específico da Taxa de Remuneração do Capital.

XI. Da Taxa de Remuneração

Ainda com o propósito de contextualizar a dinâmica que levou ao entendimento da metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração mais adequada para o presente ciclo revisional e, por consequência, a definição da taxa do período entre 2023 a 2027, não é demais relembrar a importância da definição da Taxa de Remuneração em concessões de infraestrutura, como é o caso da prestação do serviço de distribuição de gás canalizado, e os desafios encontrados no tema em apreço.

De forma breve, por meio de estudo elaborado no ano de 2018, o Ministério da Fazenda apontou que as estimativas das **taxas de desconto** são um importante parâmetro “*nos cálculos de valoração do benefício econômico vinculado à concessão de ativos de infraestrutura do governo (...) à iniciativa privada*”, uma vez que a precificação desses ativos normalmente é realizada por meio do método do fluxo de caixa descontado, devendo, portanto, a Taxa de Remuneração refletir o **custo de oportunidade do capital e os riscos associados ao projeto**^{xiv}.

Nesse contexto, deve-se recordar, ainda, como afirmou o Ministério da Fazenda, que o financiamento das atividades empresariais é realizado a partir da utilização de capital próprio - recursos aportados pelos sócios - e do capital de terceiros, referente aos empréstimos contraídos, e que a Taxa de Remuneração deve representar, proporcionalmente, o custo do capital próprio e o custo da dívida, abarcando as diferentes alternativas de financiamento disponíveis.

Embora a metodologia prevista no Contrato de Concessão seja o CAPM, entende-se pertinente a abordagem do Custo Médio Ponderado de Capital - WACC, ainda que de forma sintética, uma vez que o tema permeou diversas Contribuições apresentadas ao longo do processo. Ademais, tal referência se presta a reiterar a recomendação desta Reguladora quanto à avaliação da adoção do WACC no instrumento concessivo que se avizinha, à luz da evolução das boas práticas regulatórias.

Assim, sob a perspectiva da regulação econômica, o estudo elaborado pela FGV (2021) apontou que a Taxa de Remuneração “*pode ser utilizada como estimador do retorno sobre o capital permitido para uma companhia regulada*”. - como forma de mensurar o custo total do capital, aduziu que o método mais usual para a estimação desse custo é a metodologia **WACC (Weighted Average Cost of Capital)** ou Custo Médio Ponderado de Capital, representado pela fórmula a seguir:

$$WACC = \frac{D}{D + E} (1 - T_m)(K_d) + \frac{E}{D + E} (K_e)$$

Onde:

- D = valor de dívida
- E = valor de capital próprio
- T_m = taxa marginal de imposto
- K_d = custo da dívida
- K_e = custo do Capital Próprio

Para mais que isso, a taxa deve refletir as condições de mercado, de modo a assegurar o adequado sinal de eficiência na captação de recursos e a viabilização dos investimentos necessários à adequada prestação do serviço. Considerando que as condições de mercado, o desempenho das empresas e os riscos assumidos pelas Reguladas, bem como por seus investidores e credores, apresentam natureza dinâmica, impõe-se a reavaliação periódica da metodologia, no fito de garantir a sua contínua aderência ao objetivo regulatório a que se destina, como afirmou a Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, em Estudo de Impacto Regulatório realizado no ano de 2020^{xv}.

Considerando a diversidade de aplicação de recursos disponíveis no mercado financeiro, a percepção do risco e do retorno esperado em relação a um determinado investimento são fatores determinantes na decisão de realização ou não desse investimento quando comparado a outras oportunidades de mercado, ou seja, a Taxa de Remuneração é um importante referencial da rentabilidade dos ativos. Assim, a regulação tem como desafio equilibrar a atratividade do investimento e a modicidade tarifária.

Nesse sentido, a Contribuição da COMMIT^{xvi} ressaltou que a definição da taxa de retorno deve refletir adequadamente o risco do ambiente regulado, de modo a assegurar previsibilidade, estabilidade e atratividade no longo prazo. Destacou que a fixação de uma Taxa de Remuneração subdimensionada pode acarretar efeitos adversos, com a retração dos investimentos em infraestruturas essenciais e o desestímulo à entrada de novos Agentes no mercado. De outra forma, a adoção de uma taxa estimada com base em um risco superior ao efetivamente observado pode conduzir à apropriação de retornos acima do custo de capital adequado, gerando distorções de preços para consumidores e investidores e afetando a competitividade dos negócios dependentes do serviço.

Feito esse enquadramento geral, faz-se necessário contextualizar as **especificidades** que envolvem a **concessão fluminense**, pois em que pesem as considerações teóricas e o reconhecimento do mercado financeiro, de determinadas Agências Reguladoras e entidades públicas, de que o custo médio ponderado do capital (WACC) é a metodologia mais adequada para a definição da Taxa de Remuneração das concessões de infraestrutura, uma vez que considera todas as fontes de recursos aplicadas na atividade empresarial, o que já foi objeto de reiteradas recomendações desta Reguladora para alteração contratual, como se verifica, por exemplo, no Artigo 10 da Deliberação AGENERSA nº 4.199/2021^{xvii}, que tratou do Processo Regulatório da 4ª Revisão Tarifária. É importante destacar que o § 9º da Cláusula 7ª do Contrato de Concessão da CEG Rio, celebrado em 1997, determinou expressamente a utilização da fórmula do **Custo do Capital Próprio** como método de determinação da Taxa de Remuneração dos ativos da concessão.

Desta forma, em consonância com as diretrizes contratuais e com as recomendações da Procuradoria da AGENERSA, que propõe “*a consolidação da metodologia de cálculo da Taxa de Remuneração de Capital (TRC) com observância estrita ao **modelo CAPM** previsto no § 9º da Cláusula Sétima do Contrato de Concessão, preservando a coerência regulatória, a previsibilidade e a modicidade tarifária*” no presente Voto, **as discussões técnicas relativas à taxa de remuneração serão voltadas à metodologia do Custo do Capital Próprio.**

Entendido isso, para melhor compreensão, faço uso novamente dos apontamentos feitos pelo Ministério da Fazenda, no sentido de definir o Custo de Capital Próprio, também conhecido como *Capital Asset Pricing Model* - CAPM, como um modelo financeiro utilizado para estimar a taxa de retorno exigida de um ativo, considerando o risco que ele adiciona a uma carteira diversificada. Nesse sentido, como apontou o Ministério da Fazenda, a metodologia de cálculo do CAPM deve considerar a existência de dois tipos de riscos inerentes ao Custo do Capital Próprio: *(i) o risco diversificável*, associado a fatores específicos que afetam o preço do ativo e podem ser neutralizados pelo investidor, como é o caso do risco de demanda, contingências legais, ações regulatórias e custo de matérias-primas, podendo o investidor mitigar esse risco a partir de estratégias de diversificação; e *(ii) o risco não diversificável*, ou *sistemático*, relacionado a fatores de mercado, que afetam, em geral, todas as empresas e não podem ser eliminados ou atenuados com a diversificação.

O estudo de Impacto Regulatório realizado pela ANEEL acrescenta, ainda, que o modelo CAPM **relaciona os riscos e os retornos** da atividade de forma linear, pois “*adiciona a uma taxa livre de risco um prêmio pelo risco do negócio ou pelo risco de crédito daquela atividade*”.

Ademais, em países emergentes, como é o caso do Brasil, o cálculo do CAPM também deve incluir uma parcela referente ao Risco País, dadas as características limitadas do seu mercado financeiro.

Delineados os princípios que orientam a lógica de estimação do Custo do Capital Próprio, a incorporação dos riscos a ele inerentes se materializou na fórmula do CAPM, apresentada a seguir:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R'_f) + R_p$$

Em que:

- K_e = retorno esperado da ação (custo de capital próprio);
- R_f = retorno do ativo livre de risco;
- R'_f = retorno histórico do ativo livre de risco;
- β = sensibilidade da ação em relação ao mercado de ações;
- R_m = retorno esperado para a carteira de mercado; e
- R_p = risco país.

As dificuldades e a complexidade inerentes à obtenção do resultado final a partir da aplicação da fórmula do CAPM também foram apontadas nos estudos de referência, sobretudo em razão da necessidade de adoção de escolhas discricionárias na definição de seus parâmetros. Nesse contexto, destacou-se que as metodologias de cálculo podem variar de forma significativa, a depender, entre outros aspectos, da janela de dados

considerada, do conjunto de empresas utilizadas como *proxy*, da definição do ativo livre de risco e da escolha do ativo representativo do mercado.

Soma-se a isso a importância de que as premissas e considerações técnicas adotadas para a obtenção dos dados e para o cálculo dos parâmetros sejam devidamente explicitadas, com a indicação das fontes de informação e das fórmulas empregadas, de modo a assegurar clareza, previsibilidade e transparência, bem como a adequada compreensão e a possibilidade de reprodução dos cálculos.

Concluídas as ponderações gerais sobre o modelo teórico para a definição da Taxa de Remuneração, passa-se a tratar, individualmente, de cada componente da fórmula do CAPM, à luz das determinações contidas no Contrato de Concessão, dos referenciais teóricos, dos pareceres técnicos e jurídico da AGENERSA, assim como dos subsídios técnicos trazidos durante os processos de Consulta e Audiência Públicas.

XI.1. Taxa de Retorno do Ativo Livre de Risco (R_F)

Segundo a teoria financeira^{xviii}, para que um ativo seja considerado livre de risco, é necessário que não apresente risco de crédito, devendo, para tanto, reunir as seguintes características: **(i)** ser virtualmente isento de risco; **(ii)** possuir elevada liquidez; e **(iii)** ser livremente negociado no mercado. Os ativos que mais se aproximam desse conceito são os títulos do governo americano de longo prazo, em razão de seu baixíssimo risco de crédito, motivo pelo qual a taxa de retorno dos Títulos do Tesouro Norte-Americano com vencimento de 10 (dez) anos é usualmente adotada como *proxy* para a definição da taxa livre de risco que compõe a Taxa de Remuneração do Capital. Em consonância com essa fundamentação teórica, o Contrato de Concessão estabeleceu a Taxa Livre de Risco (R_F) como a taxa de juros real do título da dívida do Tesouro dos Estados Unidos com prazo de 10 (dez) anos e maior liquidez.

Nessa perspectiva, ao apresentar sua proposta para a definição da Taxa de Remuneração para a 5ª Revisão Quinquenal, a **Concessionária** recomendou uma Taxa Livre de Risco Nominal **R_F de 3,9985%** (três inteiros e novecentos e noventa e oito mil e quinhentos décimos de milésimo por cento), calculada a partir da **média aritmética** da série histórica de 30 (trinta) anos, compreendendo o período de **1992 a 2021** dos rendimentos dos **Títulos do Tesouro Americano de 10 (dez) anos** (*US 10y Treasury Constant Maturity*), justificando que o mesmo título foi utilizado nos Processos Regulatórios da 3ª e 4ª Revisões Quinquenais da Concessionária, e que as Agências ANEEL e ARSESP também adotam séries de 30 anos na estimação da Taxa Livre de Risco.

A **CAPET**, ao analisar o tema, concordou com a propositura, o que foi ratificado pelo **Grupo de Trabalho**, com a justificativa de tal medida estaria sinalizando uma **estabilidade regulatória**. Em mesmo caminho, durante as etapas de **Consulta e Audiência Públicas**, os Agentes também entenderam como adequada a escolha dos Títulos do Tesouro norte-americano de 10 anos, no entanto, questionaram a escolha da janela temporal. A tabela abaixo consolida as propostas dos Agentes sobre a Taxa Livre de Risco:

Taxa Livre de Risco (R_F)			
Contribuições	Taxa Livre de Risco (R_F)	Medida de Tendência Central	Janela Temporal
CEG RIO, Grupo de Trabalho, ABVIDRO, COMMIT e IBP	3,99%	Média Aritmética	1992 a 2021
ABRACE e ABQUIM	3,90%	Média Aritmética	1993 a 2022
FIRJAN	3,48%	Média Aritmética	1997 a 2021
ABRAGET	1,91%	Média Aritmética	10 (dez) anos

Ao que se observa, a maioria das Contribuições entenderam pela adequação do uso da média aritmética de séries longas, maiores do que 20 anos, como forma de definição da Taxa Livre de Risco, a exceção da ABRAGET e a EDF, que recomendaram a utilização de uma janela temporal de 10 anos. E, como resultado, em ambas, ABRACE e ABQUIM, sugeriram valores para a Taxa Livre de Risco muito próximas às propostas pela Regulada e pela CAPET. Já a FIRJAN e a ABRAGET, propuseram taxas menores. Ao se manifestar sobre o tema, a Procuradoria da AGENERSA entendeu como adequadas as recomendações da CAPET e do Grupo de Trabalho, asseverando que a adoção, para a Taxa Livre de Risco, da média histórica de longo prazo dos Títulos do Tesouro Norte-Americano, calculada a partir de uma janela de 30 anos, encontra-se em consonância com os parâmetros já empregados pela Agência nas Revisões Quinquenais anteriores, sinalizando estabilidade regulatória e alinhamento às melhores práticas. Destacou, ainda, que tal metodologia se mostra mais apropriada para mitigar volatilidades de natureza conjuntural, razão pela qual não se afiguraria recomendável o encurtamento da janela temporal, por ampliar a sensibilidade a choques transitórios e potencialmente comprometer a estabilidade tarifária ao longo do período regulatório.

Diante do exposto, visando fortalecer a estabilidade regulatória, **acompanho as recomendações da CAPET, do Grupo de Trabalho e da Procuradoria na escolha da média aritmética do período de 1992 a 2021 dos rendimentos dos Títulos do Tesouro Americano de 10 anos (*US 10y Treasury Constant Maturity*), como metodologia de cálculo da Taxa Livre de Risco e proponho ao Conselho-Diretor adotar a Taxa Livre de Risco Nominal (R_F) = 3,99% a.a.**

XI.2. Coeficiente b

O Contrato de Concessão especifica o coeficiente b como o parâmetro que relaciona o risco sistemático (não diversificável) do setor de atuação da Delegatária ao retorno do mercado como um todo. Em termos simples, o b indica se o setor tende a sofrer mais, menos ou na mesma proporção que o mercado quando a economia melhora ou piora. Na teoria financeira, tal coeficiente mede o quanto o retorno de uma empresa acompanha as oscilações do conjunto do mercado. Assim, quando o mercado sobe ou cai, o Beta indica o grau dessa reação para determinado setor ou empresa.

Em seu trabalho, aqui já amplamente referenciado, o Ministério da Fazenda (2018) informou que *“o Beta mede o quanto uma determinada ação e o mercado como um todo seguem a mesma tendência de valorização ou desvalorização. A regressão mais comum utilizada para se estimar o Beta da companhia é a seguinte:*

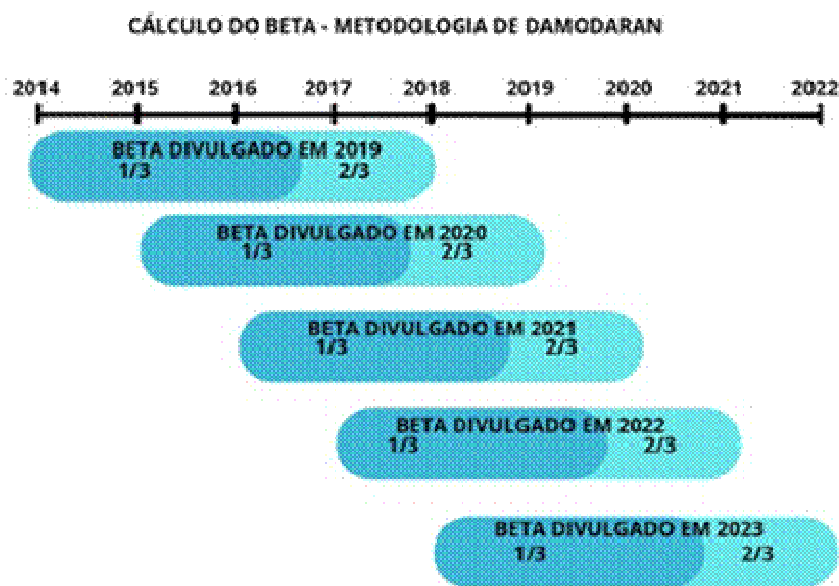
$$\beta = \frac{COV(R_i; R_m)}{VAR(R_m)}$$

Onde:

- R_i = retorno da ação
- R_m = retorno do mercado”.

Ao apresentar sua proposta para a definição do parâmetro, a Delegatária explicou que considerou o **Beta desalavancado do segmento Oil/Gas Distribution** (2022), divulgado pelo site do Damodaran, resultando no **Beta desalavancado = 0,8529**.

Importante esclarecer que, como trazido pela Regulada e confirmado pela CAPET, cada dado anual do Beta setorial do grupo *Oil/Gas Distribution*, disponibilizado no site do Damodaran, representa a consolidação dos dados dos Betas desalavancados referentes aos 5 (cinco) anos anteriores, como demonstrado na Figura abaixo. Desta maneira, o Beta desalavancado de 2022, proposto pela Concessionária, abarcaria os valores anuais de Beta referentes ao período de 2017 a 2021.



Fonte: CAPET.

Após a definição do **Beta desalavancado**, a Regulada deu prosseguimento aos cálculos, avançando para a etapa de definição da estrutura de capital, uma vez que tal informação é necessária para a aplicação da equação de Hamada, utilizada para a obtenção do **Beta realavancado**. A estrutura de capital expressa a participação relativa do capital próprio e do capital de terceiros na firma e, para a sua determinação, a Concessionária considerou a média do endividamento verificado nos últimos cinco anos, compreendidos entre 2017 e 2021, com base nos dados extraídos de suas demonstrações contábeis. A partir desse procedimento, chegou-se a uma estrutura composta por 32,3% de dívida e 67,7% de capital próprio, parâmetros que, então, foram utilizados na aplicação da equação de Hamada, apresentada a seguir:

Equação de Hamada:

$$\beta_l = \beta_u \times 1 + (1 - T) \times (D/E)$$

Onde:

β_l : beta alavancado;

β_u : beta desalavancado;

T: alíquota de impostos e contribuições sobre o lucro tributável da empresa de 34%;

E: % capital próprio;

D: % capital de terceiros.

Feitos os cálculos, obteve-se um **Beta realavancado** = 1,1217, oportunidade em que a CEG Rio defendeu a importância da realavancagem, argumentando que a utilização exclusiva do Beta setorial desalavancado não seria suficiente para representar o grau de sensibilidade da Concessionária aos riscos do negócio.

Por seu turno, a CAPET esclareceu que também utilizou a **metodologia** e o Beta setorial desalavancado do grupo *Oil/Gas Distribution*, divulgados no site do **Damodaran**, justificando que ela apresenta significativa transparência e rigor estatístico, sendo baseada em uma amostra setorial composta por 24 (vinte e quatro) empresas do setor de óleo e gás no Estados Unidos. Acrescentou, de mais a mais, que Damodaran divulga em sua metodologia, os dados brutos e as fórmulas de cálculo, “*promovendo acesso equitativo à informação por agentes reguladores, Concessionárias e sociedade civil*”, o que contribui para reforçar a transparência regulatória.

Em prosseguimento, a Câmara Técnica rechaçou a utilização exclusiva do *Beta desalavancado* do ano de 2022, como sugerido pela Concessionária, demonstrando que o valor escolhido era superior aos demais Betas anuais publicados no site do Damodaran, conforme Tabela abaixo.

Ano	Beta
2018	0,7164
2019	0,6231
2020	0,6175
2021	0,5990
2022	0,8645
2023	0,6564
2024	0,5291
2025	0,5409

Em sua manifestação, a CAPET esclareceu que a elevação do indicador Beta em 2022 ocorreu devido ao aumento da percepção de riscos relacionados a eventos de instabilidade no cenário mundial, destacando os efeitos remanescentes da pandemia de Covid-19 e a instabilidade internacional decorrente da guerra na Ucrânia, ponderando, porém, que esses eventos não proporcionaram uma mudança estrutural permanente. Então, como forma de mitigar esses impactos, a Câmara Técnica propôs a utilização de valores médios, suavizando as variações conjunturais dos eventos transitórios, chegando ao **Beta desalavancado = 0,6843**, abaixo:

Ano	<i>B_{Oil/Gas Distribution}</i>
2018	0,7165
2019	0,6232
2020	0,6175
2021	0,6000
2022	0,8645
Média	0,6843

Fonte: Parecer Técnico AGENERSA/CAPET nº 143/2025. Dados Damodaran.

Em que pesem as alegações da Delegatária sobre a necessidade de realavancagem do Beta, a CAPET manteve o entendimento de que a utilização do Beta setorial desalavancado estaria em consonância com as determinações dispostas no Contrato de Concessão, no qual foi estabelecido que o parâmetro deveria refletir apenas o risco operacional do setor.

Passadas as discussões iniciais, o tema foi levado ao debate durante as etapas de Consulta e a Audiência Públicas, por meio das quais os diferentes atores puderam manifestar seus pontos de vista. As discussões sobre a definição do Beta abarcaram questionamentos quanto à metodologia de cálculo, à adequação do ‘setor empresarial’ escolhido como o mais representativo do setor de distribuição, à janela temporal dos dados e à necessidade, ou não, da sua realavancagem.

A Tabela a seguir resume os principais pontos trazidos por meio das participações na Consulta e Audiência Públicas.

Coeficiente Beta					
Contribuições	$\frac{b_{Desalavancado}}{b_{Realavancado}}$	Metodologia de Cálculo	Setor Empresarial ($b_{Desalavancado}$)	Janela Temporal	Estrutura de Capital
CEG RIO	$\frac{b_{Realavancado}}{1,1217} =$	Valor de 2022	Oil/Gas Distribution	2022	CP = 67,7%
COMMIT	$b_{Realavancado} = 0,90$	Média	Oil/Gas Distribution	2018-2022	CP = 52,26%
FIRJAN	$\frac{b_{Desalavancado}}{0,8529} =$				
ABIVIDRO (CP = 70%)	$\frac{b_{Realavancado}}{0,7180} =$	Média b_{ARSESP} e b_{CAPET}			CP = 70%
Grupo de Trabalho	$\frac{b_{Desalavancado}}{0,6843} =$	Média	Oil/Gas Distribution	2018-2022	
ABRACE e ABQUIM	$\frac{b_{Realavancado}}{0,5745} =$	Média	Covariância (29 empresas GN)	2018-2022	CP = 60,8%
ABIVIDRO (CP = 100%)	$\frac{b_{Realavancado}}{0,5597} =$	Média b_{ARSESP} e b_{CAPET}			CP = 100%
IBP (b_{ARSESP})	$\frac{b_{Desalavancado}}{0,4274} =$	b_{ARSESP}			
IBP ($b_{Utility General}$)	$\frac{b_{Desalavancado}}{0,3256} =$	Média	Utility General	2018-2022	
ABRAGET	$\frac{b_{Desalavancado}}{0,3256} =$	Média	Utility General	2018-2022	

A ABRAGET e o IBP entenderam que a utilização do Beta referente ao setor *Utility General* seria mais adequada em relação ao setor *Oil/Gas Distribution*, justificando que,

neste último, a maioria das empresas seriam representativas do *midstream*. Já o Beta do setor de *Utility General* contemplaria empresas similares às Concessionárias Fluminenses. E como alternativa à utilização da referência do setor de *Oil/Gas Distribution*, o IBP recomendou o Beta proposto pela ARSESP no processo da 5ª Revisão Quinquenal das Concessionárias paulistas de gás ($b_{ARSESP} = 0,4274$).

Nesse passo, tanto a Regulada quanto o Grupo de Trabalho propuseram como **referência o setor** industrial *Oil/Gas Distribution*, disponibilizado no site do Damodaran.

Quanto à proposta da série temporal mais representativa para o cálculo do *Beta desalavancado*, a Concessionária foi a única que optou pela utilização exclusiva do dado referente ao ano de 2022. Assim como o Grupo de Trabalho, a COMMIT, a ABRACE, a ABQUIM, a ABRAGET e o IBP recomendaram o cálculo da média do período de 2018 até 2022, como forma de se obter o *Beta desalavancado*.

Por fim, a Naturgy, a Zenergas, a ABEGÁS, a ABRACE, a ABQUIM e a COMMIT se manifestaram favoravelmente à adoção do *Beta realavancado*, enquanto a CAPET, a ABRAGET, o IBP e a FIRJAN utilizaram o Beta desalavancado em seus cálculos. Diferentemente dos demais, a ABVIDRO propôs dois cenários para o cálculo da Taxa de Remuneração. Um, utilizando o *Beta Desalavancado* e, o outro, o Beta Realavancado.

Instado a se manifestar, o Grupo de Trabalho entendeu que as ponderações iniciais emanadas pela CAPET deveriam ser mantidas. Acrescentou, também, que a “*utilização de uma média histórica mais ampla contribuiu para uma alocação mais equilibrada de riscos entre a Concessionárias e usuários*” e, por fim, concluiu pela adequação da utilização do Beta desalavancado, propondo a adoção do Beta para o cálculo do CAPM nos termos definidos no parecer inicial da CAPET.

Ao seu turno, o órgão jurídico da AGENERSA recomendou a manutenção do “*Beta setorial desalavancado do segmento ‘Oil/Gas Distribution’, obtido a partir dos dados anuais de Damodaran e suavizado pela média dos anos 2018 a 2022, resultando em $\beta = 0,6843$* ”. No seu entender, a modelagem dos cálculos proposta pela CAPET e pelo Grupo de Trabalho assegurariam a mensuração do risco do setor, de forma a deixá-la livre das influências dos anos atípicos, citando como exemplos a pandemia e choque energético internacional.

Corroborando com o entendimento exarado pela CAPET, pelo Grupo de Trabalho e pela Procuradoria, trago aos autos a Nota Explicativa da Agência de Regulação de Serviços Públicos do Espírito Santo - ARSP^{xix}, e a Nota Técnica 008/2024 - AGEPAR^{xx}, elaborada pela Agência Paranaense. Ambos os documentos trataram da definição da Taxa de Remuneração do Capital que seriam aplicadas na 1ª Revisão Tarifária das Concessionárias ES Gás e Compagás, respectivamente.

A Agência Capixaba estimou o *Beta desalavancado* a vigorar no ciclo revisional 2025 a 2030, a partir da “*média dos valores dos últimos 10 anos (2024-2015) publicados no sítio de Damodaran para o setor de ‘Oil/Gas Distribution’*”.

Por oportuno, ao comparar a metodologia de cálculo do *Beta desalavancado* da ARSP com a metodologia proposta pela AGEPAR, verifica-se que, assim como a CAPET, as duas Agências Reguladoras utilizaram a mesma metodologia - média aritmética dos últimos anos dos dados disponíveis no site do Damodaran para o setor de ‘Oil/Gas

Distribution’ - para o cálculo do *Beta desalavancado*, diferindo apenas na escolha da janela temporal. No Paraná, optaram pela média aritmética dos *Betas desalavancados* dos últimos 5 anos^{xxi}, ao invés de 10 anos como no Espírito Santo.

A metodologia de cálculo do *Beta desalavancado*, utilizada pelas Agências do Espírito Santo e do Paraná, estão em linha com as premissas técnicas recomendadas pela CAPET e pelo Grupo de Trabalho, referente à utilização da média dos últimos anos como forma de estimação dos *Betas desalavancados*. E assim como a AGEPAR, os órgãos técnicos da AGENERSA recomendaram a utilização do *Beta desalavancado* na definição do custo do capital.

Importante destacar que na definição da Taxa de Remuneração do Capital, a Agência Capixaba adotou, no cálculo final do CAPM, o *Beta realavancado*, que consiste em considerar a estrutura da dívida da Concessionária, enquanto a Agência Paranaense utilizou o *Beta desalavancado*, considerando apenas o capital próprio, sem realizar, portanto, a realavancagem.

Diante do exposto, em consonância com as manifestações técnica e jurídica da AGENERSA e com as práticas regulatórias adotadas pelas Agências Reguladoras do Espírito Santo (ARSP) e do Paraná (AGEPAR), **recomendo ao Conselho-Diretor aprovar o $\beta = 0,6843$, nos termos calculados no parecer da CAPET a ser utilizado na definição da Taxa de Remuneração da 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas.**

XI.3. Prêmio de Risco de Mercado

Seguindo a estrutura apresentada nos itens anteriores, cumpre, de início, definir o que seria Prêmio de Risco de Mercado, que, segundo a ótica da literatura técnica contemporânea, é a diferença entre o retorno esperado do mercado e a Taxa Livre de Risco, representando, assim, o excesso de retorno de um índice de mercado em relação a um ativo considerado livre de risco. A literatura especializada indica, entre as alternativas para a estimação do prêmio de risco futuro, a utilização da observação dos prêmios de risco verificados historicamente^{xxii}.

Para mais, tem-se que a partir das experiências observadas em outras Agências Reguladoras, como a da ANP, verifica-se que o Prêmio de Risco do Mercado também tem sido estimado com base em expectativas futuras. A Agência Nacional^{xxiii} cita, em sua Nota Técnica, que, em 2019, o Prêmio de Risco foi estimado a partir do “*modelo de crescimento de dividendos (como o modelo de Gordon), aplicado ao mercado acionário, refletindo as expectativas futuras dos investidores incorporadas nos preços atuais das ações*”.

O Contrato de Concessão definiu o Prêmio de Risco como sendo a diferença entre o retorno esperado do mercado como um todo e a Taxa Livre de Risco (R_F). Inclusive, através da sua consultoria contratada, da Fundação Getúlio Vargas - FGV, a Delegatária recomendou a utilização do “*Equity Risk Premium*”, calculado por Damodaran (2022), com base na série histórica do mercado norte-americano entre 1928 e 2021, propondo um Prêmio pelo Risco de Mercado = 6,71%.

Nesse contexto, acompanhando o entendimento da Concessionária, a CAPET entendeu como adequadas as premissas e metodologia de cálculo sugeridas, recomendando a utilização do Prêmio pelo Risco de Mercado = 6,71%, calculado pela diferença das médias históricas de 1928 a 2021 da carteira representativa do mercado, no caso, o índice S&P 500 e da Taxa Livre de Risco T. Bond de 10 anos, segundo as diretrizes delineadas por Damodaran,

^{xxi} <https://www.parana.gov.br/portal/pt-br/assessoria-pressao/assessoria-pressao-2020/assessoria-pressao-2020-01>

^{xxii} <https://www.parana.gov.br/portal/pt-br/assessoria-pressao/assessoria-pressao-2020/assessoria-pressao-2020-01>

^{xxiii} <https://www.parana.gov.br/portal/pt-br/assessoria-pressao/assessoria-pressao-2020/assessoria-pressao-2020-01>

O tema foi objeto de debates durante as fases de Consulta e Audiência Públicas. Os questionamentos se desenvolveram em torno da série temporal e da medida de tendência central escolhidas para a realização dos cálculos, conforme resumido na Tabela a seguir:

Prêmio de Mercado			
Contribuições	Prêmio de Mercado	Medida de Tendência Central	Janela Temporal
CEG Rio, Grupo de Trabalho, ABVIDRO, IBP e FIRJAN	6,71%	Média Aritmética	1928-2021
ABRACE e ABQUIM	6,24%	Média Aritmética	1993-2022
COMMIT	6,19%	Média Aritmética	1992-2021
ABRAGET	5,13%	Média Geométrica	1928-2021

Corroboraram integralmente com a proposta da Concessionária e do Grupo de Trabalho, as Contribuições da ABVIDRO, IBP e FIRJAN. Já a ABRACE, a ABQUIM e a COMMIT, recomendaram ajuste na janela temporal, de forma a se estimar o Prêmio de Risco a partir de uma série mais curta.

Por sua vez, a ABRAGET acompanhou o intervalo temporal sugerido pela Regulada e pelo Grupo de Trabalho. As suas críticas, no entanto, se voltaram contra a escolha da medida de tendência central. Na sua opinião, o Prêmio de Risco de Mercado seria melhor estimado a partir da média geométrica, e não da média aritmética.

Após o recebimento das Contribuições, o Grupo de Trabalho da AGENERSA ratificou o entendimento de que o Prêmio de Risco do Mercado deveria ser calculado a partir da média aritmética da série histórica de 1928 a 2021, conforme proposição inicial da CAPET.

Na sequência, a Procuradoria também acompanhou o entendimento da Câmara Técnica e do Grupo de Trabalho, aduzindo que para “*o prêmio de risco de mercado, confirma-se a média aritmética da série histórica 1928–2021, por constituir o estimador adequado do retorno esperado no CAPM*”.

Nesse contexto, considerando que a proposta da CAPET, ratificada pelo Grupo de Trabalho e pela Procuradoria está em linha com as orientações financeiras e que contempla uma metodologia amplamente utilizada e reconhecida pela notoriedade técnica do autor Damodaran, **proponho ao Conselho-Diretor aprovar o Prêmio pelo Risco de Mercado = 6,71%, calculado com base na média aritmética da série histórica do mercado norte-americano entre 1928 e 2021.**

XI.4. Risco Brasil

O Risco Brasil, também referido como risco-país, corresponde ao prêmio adicional exigido pelos investidores para a alocação de recursos em economias emergentes, em razão das incertezas macroeconômicas, institucionais e fiscais que as caracterizam. Sob a ótica financeira, tal risco é usualmente mensurado pelo diferencial de retorno entre títulos da dívida soberana brasileira e títulos do Tesouro dos Estados Unidos de prazo equivalente, refletindo a percepção de maior volatilidade e incerteza dos investimentos. Nesse contexto, a sua inclusão no cálculo do custo do capital visa adequar a taxa de retorno às condições efetivas do ambiente econômico, assegurando coerência metodológica e aderência às práticas consagradas de regulação.

Sob essa perspectiva, vê-se que a necessidade de utilização do Risco Brasil no cálculo do CAPM ocorre devida a instabilidades observadas na economia nacional, que possuem fundamentos macroeconômicos e instituições menos sólidas, com maior grau de endividamento quando comparadas aos países desenvolvidos, detentores de uma economia mais madura.

Em sintonia com essas premissas, na concessão fluminense, o modelo do CAPM foi referenciado pela economia norte-americana e ajustado pela inclusão do risco país, que, para a 2ª Revisão Quinquenal, definiu, no Contrato de Concessão, a medida do Risco Brasil (R_B) como sendo a diferença entre a remuneração do título 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.

Segundo estudos recentes, a estimativa da medida do Risco Brasil tem sido realizada a partir de dois indicadores, o *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+) Brasil, calculado pelo Banco J.P.Morgan, e o *Credit Default Swap* (CDS), compreendendo derivativos de crédito negociados no mercado.

Ao que pontuou o portal IPEADATA^{xxiv}, o EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*) é um índice que mede o diferencial de retorno entre os títulos da dívida de países emergentes e os títulos do Tesouro dos Estados Unidos, funcionando como uma referência para a avaliação do risco soberano. Calculado a partir de uma carteira de títulos emitidos por esses países, o índice expressa, em pontos-base, a percepção de risco associada ao investimento, de modo que valores mais elevados indicam maior risco, refletindo o chamado *spread* soberano.

No presente processo, a Concessionária calculou o Risco Brasil a partir da utilização do EMBI+ Brasil, adotado nos Processos Regulatórios das 3ª e 4ª Revisões Quinquenais.

Por sua vez, a CAPET e o Grupo de Trabalho também escolheram o índice EMBI+ Brasil como o mais adequado para a definição do Risco Brasil nesta 5ª Revisão Quinquenal, justificando que se trata de uma metodologia já consolidada, pois vem sendo utilizado desde a 3ª Revisão Quinquenal. A sugestão foi encampada pelos demais atores quando da participação das etapas de Consulta e Audiência Públicas. As divergências de opinião se concentraram na escolha da medida de tendência central e na janela temporal para a definição do Risco Brasil.

Na proposta da CEG Rio, foi utilizada a mediana do período compreendido entre 04/01/1999 e 31/12/2021, quando se chegou ao Risco Brasil = 3,01% a.a. e, como fundamentação dos seus cálculos, a Concessionária alegou que tal escolha possibilitaria o expurgo dos valores extremos e pontos de alta volatilidade, citando como exemplo o Plano Real em Maio de 1995, a Crise Asiática ocorrida em Janeiro de 1999 e a Crise de Outubro de 2008. A ABEGÁS e a Zenergas se manifestaram favoravelmente ao período escolhido pela Delegatária.

De outro modo, a CAPET propôs que fosse utilizada a mediana dos últimos 15 anos (2007 a 2021), calculando o Risco Brasil = 2,68% a.a., fundamentando sua decisão no fato de que a metodologia utilizada representaria “*um equilíbrio adequado entre profundidade histórica e relevância atual, captando tanto períodos de estabilidade quanto de crise sem incorrer nos excessos das propostas alternativas*”. Além disso, manteria coerência com as decisões adotadas em revisões anteriores, em prol da necessária previsibilidade e segurança jurídica. Reforçou, ainda, que considerar

períodos muito longos tendem a superestimar o risco atual, pois incorporaria crises históricas cujas causas estruturais já não subsistem.

Ao se manifestar sobre o tema, o Grupo de Trabalho acompanhou os cálculos da CAPET e asseverou que a “*manutenção da janela de 15 anos que pondera adequadamente o histórico macroeconômico e as condições atuais, reduzindo efeitos transitórios de crises passadas e preservando a comparabilidade com revisões anteriores, conforme recomendado nos pareceres da CAPET*”, o que foi ratificado pela Procuradoria.

Em linhas gerais, durante os procedimentos de Consulta e Audiência Públicas, quanto às sugestões para a definição da janela temporal, a Naturgy, a ABEGÁS e a Zenergas recomendaram a utilização de uma série histórica de 22 anos (1999 a 2021), enquanto a FIRJAN acompanhou o entendimento do Grupo de Trabalho, no sentido de que a mediana de uma janela temporal de 15 anos seria capaz de mensurar adequadamente o Risco Brasil e, por fim, a ABRAGET e a EDF recomendaram a utilização de períodos menores, de 10 anos, o que pode ser sintetizado na Tabela abaixo:

Risco Brasil			
Contribuições	Risco Brasil	Medida de Tendência Central	Janela Temporal
CEG Rio	3,01%	Mediana	1999-2021
ABRACE e ABQUIM	2,72%	Mediana	2008-2022
ABRAGET	2,70%	Mediana	10 anos
Grupo de Trabalho, COMMIT, FIRJAN, ABVIDRO e IBP	2,68%	Mediana	2007-2021

Com base no exposto, em linha com o entendimento exarado pela CAPET e acompanhado pelo Grupo de Trabalho e pela Procuradoria desta Reguladora, **recomendo ao Conselho-Diretor aprovar o Risco Brasil = 2,68% a.a.**

XI.5. Inflação Norte-Americana

Os valores utilizados no cálculo da Taxa de Remuneração foram inicialmente estimados em *termos nominais*, ou seja, sem descontar os efeitos da inflação. Para que se obtenha a taxa de retorno em *termos reais*, que representa o ganho efetivo do investidor, é necessário realizar um ajuste para retirar o impacto da inflação. Esse ajuste é feito por meio da equação de Fisher, que permite converter uma taxa nominal em taxa real, seguindo a equação abaixo:

$$\text{Taxa Real} = [(1 + \text{Taxa Nominal}) / (1 + p)] - 1$$

Onde:

p = inflação norte-americana.

Para realizar essa conversão, é preciso definir qual inflação será considerada. No caso, a Delegatária estimou a inflação dos Estados Unidos com base no Índice de Preços ao Consumidor (*Consumer Price Index for All Urban Consumers – CPI*), utilizando a média dos últimos dez anos (2012 a 2021), o que resultou em uma inflação anual de, aproximadamente, 2,15%. A CAPET concordou com essa metodologia, destacando que o mesmo critério já havia sido adotado na revisão tarifária anterior.

Importante registrar que o indicador *Consumer Price Index for All Urban Consumers – CPI* é comumente utilizado pelas Agências Reguladoras Nacionais na conversão das taxas nominais em taxas reais. Sobre a sua aplicação, a ARSESP^{xxv} entende que como o

mercado americano constitui a referência para a definição do custo do capital próprio e de terceiros, esses custos são mensurados em termos nominais, sendo necessária a dedução da inflação americana, para se obter os valores em termos reais.

Ocorre que, durante a Consulta e Audiência Públicas, a ABRACE e a ABQUIM entenderam que a medida que mais se adequaria à estimação da inflação norte-americana seria a média dos últimos 15 anos, e não 10 anos, como proposto pela Concessionária e pela CAPET. As Contribuições referentes à inflação americana são resumidas na Tabela a seguir:

Inflação Americana (Consumer Price Index for All Urban Consumers – CPI)			
Contribuições	CPI	Medida de Tendência Central	Janela Temporal
ABRACE e ABQUIM	2,35%	Média	2008-2022
CEG Rio, Grupo de Trabalho, COMMIT, ABVIDRO, IBP e FIRJAN	2,15%	Média	2012-2021

Considerando que a CAPET empreendeu extensos estudos sobre todos os parâmetros e premissas que compõe o cálculo da Taxa de Remuneração e considerando, ainda, que a premissa sugerida pela Câmara Técnica, qual seja, a média dos últimos 10 anos foi a mesma adotada na revisão tarifária anterior, **proponho ao Conselho-Diretor acatar os cálculos propostos pela CAPET e considerar a inflação americana para a conversão das taxas nominais em reais igual a 2,15% a.a.**

Finalizadas as considerações sobre as metodologias de cálculo e sobre as premissas que envolvem a definição da Taxa de Remuneração do Capital para a 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas, passa-se, agora, a tratar da **definição do novo percentual que irá compor o fluxo de caixa do ciclo revisional 2023 a 2027.**

XI.6. Definição da Taxa de Remuneração de Capital

Como amplamente debatido ao longo do presente Voto, a Taxa de Remuneração consiste em um importante parâmetro a ser utilizado na aplicação do método do fluxo de caixa descontado para a definição das margens e tarifas de distribuição a vigorarem no ciclo revisional.

Desta forma, a partir da aplicação de todas as premissas e metodologias de cálculo anteriormente explicadas, as Taxas de Remuneração do Capital propostas no presente processo pela Concessionária, CAPET, Grupo de Trabalho, COMMIT, FIRJAN, ABVIDRO, ABRACE, ABQUIM e IBP são resumidas na tabela a seguir:

Taxa de Remuneração do Capital	
Proposta	Taxa de Remuneração
CEG RIO	12,12%
COMMIT	9,88%
FIRJAN	9,53%
CAPET e Grupo de Trabalho	8,92%
ABVIDRO (CP = 100%)	8,10%
ABVIDRO (CP = 70%)	7,93%
ABRACE e ABQUIM	7,68%
IBP (b_{ARSESP})	7,23%
IBP ($b_{Utility\ General}$)	6,56%

A partir da análise das diversas Contribuições encaminhadas, verifica-se que não existe um consenso quanto à metodologia mais adequada para a definição de cada componente do CAPM e, respectivamente, para a Taxa de Remuneração do Capital propriamente dita.

Todos os itens que compõe a fórmula do CAPM foram objeto de algum tipo de questionamento, cabendo ao regulador, no uso do seu poder discricionário, decidir pelas premissas mais adequadas e que levaram ao cálculo mais acurado da Taxa de Remuneração, tendo como parâmetros a fundamentação teórica, as diretrizes contratuais, os estudos técnicos e jurídicos empreendidos, os subsídios técnicos encaminhados pelos diversos atores do mercado de gás, além da análise de todo o contexto que envolve a concessão.

Adicionalmente aos debates técnicos trazidos aos autos e registrados no presente Voto, entendo como adequada e necessária a contextualização do resultado alcançado pela nossa equipe técnica em relação as demais Taxas de Remuneração que vem sendo aplicadas nos diferentes setores de infraestrutura nacionais. Para tanto, a título de comparação e visando balizar a decisão da AGENERSA, apresento, a seguir, Tabela[i] resumindo as Taxas de Remuneração divulgadas pelas Agências Nacionais e pela Secretaria de Estado de Minas Gerais em períodos recentes. Confira-se:

Agência Reguladora	Período	CAPM	WACC	Setor de Atuação
AGERBA	Contrato de Concessão Bahiagás	20%		Distribuição de Gás
ARCE	Contrato de Concessão da Cegás	20%		Distribuição de Gás
ARSAL	Contrato de Concessão Algás	20%		Distribuição de Gás
ARSP	1ª Revisão Quinquenal (2025 a 2030)	12,71%	8,65%	Distribuição de Gás
ANEEL	Março de 2025 a Fevereiro de 2026	11,45%	8,03%	Distribuição de Energia Elétrica
ARSESP	5ª Revisão Quinquenal (2025 a 2030) - 2º Limite	11,40%	8,51%	Distribuição de Gás
ARSESP	5ª Revisão Quinquenal (2025 a 2030) - WACC Final	-	7,90%	Distribuição de Gás
ANEEL	Março de 2025 a Fevereiro de 2026	10,94%	7,89%	Transmissão e Geração
ANP	Ciclo 2023-2030	9,51%	7,47%	Transporte de Gás
SEDE	2ª Revisão Tarifária da GASMIG (2022-2027)	9,13%	8,71%	Distribuição de Gás
Grupo de Trabalho/AGENERSA	5ª Revisão Quinquenal (2023 a 2027)	8,92%	-	Distribuição de Gás
AGEPAR	1ª Revisão Quinquenal (2024-2029)	8,71%	-	Distribuição de Gás
ARSESP	5ª Revisão Quinquenal (2025 a 2030) - 1º Limite	8,69%	7,30%	Distribuição de Gás

Em que pese a metodologia do WACC ser a mais utilizada no âmbito regulatório para a definição do custo do capital como um todo, é importante rememorar que o Contrato de Concessão estabeleceu o CAPM como a metodologia de cálculo a ser aplicado ao serviço público de distribuição de gás fluminense.

Ao analisar os valores constantes da Tabela acima, verifica-se que, como preconizado pela teoria financeira, a Taxa de Remuneração obtida a partir da aplicação da metodologia CAPM é, de fato, mais elevada quando comparada aos resultados obtidos pelo método do WACC. Entretanto, dentro desse contexto, **pode-se apurar a adequação da aplicação da Taxa de Remuneração proposta pelo Grupo de Trabalho igual a 8,92% a.a., que se encontra em patamares próximos aos praticados pelas demais Agências Reguladoras aos setores de infraestrutura.**

Diante do exposto, considerando a complexidade da metodologia e dos cálculos envolvidos, evidenciada pelos distintos resultados obtidos para os componentes do CAPM; as Contribuições colhidas no âmbito da Consulta e da Audiência Públicas, que revelaram a pluralidade de entendimentos e a dificuldade de convergência sobre parâmetros específicos; os debates técnicos desenvolvidos ao longo da instrução processual; bem como a fundamentação técnica e jurídica apresentada pelos órgãos da AGENERSA, e à luz do cenário regulatório nacional, **proponho ao Conselho-Diretor a aprovar a Taxa de Remuneração do Capital no percentual de 8,92% a.a., a vigorar no ciclo revisional 2023 a 2027**, conforme Tabela a seguir:

Taxa de Remuneração do Capital (2023-2027)	
Componentes	Valor
Taxa Livre de Risco	3,99%
Índice de sensibilidade (b)	0,6843
Prêmio por Risco de Mercado	6,71%
Risco Brasil	2,68%
Remuneração de Capital Nominal	11,26%
Inflação Norte Americana	2,15%
Taxa de Remuneração de Capital Real	8,92%

Outrossim, em consonância com a teoria financeira, com as boas práticas regulatórias e com a determinação contida no Artigo 10 da Deliberação AGENERSA nº 4.198/2021, **sugiro ao Conselho-Diretor recomendar ao Poder Concedente a avaliação da substituição da metodologia baseada no CAPM pela do Custo Médio Ponderado de Capital - WACC nos próximos instrumentos concessivos**, por se tratar de abordagem mais aderente à estrutura de financiamento das concessões de infraestrutura e ao ambiente regulatório atualmente vigente no Brasil.

X. Conclusão

A 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas foi, como já dito, estruturada em etapas distintas e complementares, de modo a conferir maior previsibilidade e robustez técnica ao processo decisório. Nesta primeira etapa, objeto do presente Voto, importa na definição da Taxa de Remuneração de Capital, parâmetro fundamental para o prosseguimento adequado das etapas seguintes.

Na sequência, em observância aos princípios do contraditório, da ampla defesa e do devido processo legal, será dada continuidade aos estudos revisionais, com o desenvolvimento das etapas subsequentes deste Processo Regulatório. Essa condução visa não apenas reduzir assimetrias de informação e assegurar tratamento isonômico entre os Agentes envolvidos, mas, também, municiar o Conselho-Diretor com elementos técnicos e jurídicos suficientes para a formação de futuras decisões qualificadas e devidamente fundamentadas.

Nesse contexto, caberá aos órgãos técnicos e jurídico desta Reguladora, a análise do Plano de Negócios, da Base Regulatória de Ativos da Concessionária e de todos os demais aspectos pertinentes ao ciclo revisional 2023 a 2027, os quais, uma vez instruídos, serão submetidos à Consulta e Audiência Públicas, de modo a viabilizar a participação dos interessados, bem como à estudos de Consultoria Especializada.

Na oportunidade, importa salientar que, embora o Contrato de Concessão ora vigente, preveja expressamente a utilização do Custo do Capital Próprio como metodologia para a definição da Taxa de Remuneração, a experiência regulatória acumulada no curso do

período contratual, bem como a evolução do mercado, indicam que, para futuros instrumentos concessivos, é conveniente avaliar a adoção do Custo Médio Ponderado de Capital – WACC, por se tratar de metodologia mais aderente à estrutura efetiva de financiamento das concessões de infraestrutura e ser amplamente utilizada no ambiente regulatório contemporâneo.

Por fim, destaco, ainda, que eventual questionamento da presente Decisão, por via recursal, não obsta, por si só, o regular prosseguimento das demais etapas da 5ª Revisão Quinquenal. No entanto, a fixação de um valor definitivo para a Taxa de Remuneração de Capital, mostra-se necessária para viabilizar a continuidade da instrução processual, permitindo a análise dos demais componentes do fluxo de caixa regulatório e a conclusão do processo revisional dentro dos prazos e objetivos estabelecidos, sem prejuízo do exercício do direito ao contraditório e à ampla defesa.

Diante do exposto, proponho ao Conselho-Diretor:

1. Aprovar, para a 5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio, a Taxa de Remuneração de Capital Real = 8,92% a.a., a vigorar no ciclo revisional 2023 a 2027;
2. Recomendar ao Poder Concedente a alteração da metodologia do CAPM para a metodologia do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC), para aplicação no próximo instrumento concessivo;
3. Determinar à Secex que o presente Processo Regulatório seja renomeado, passando a constar como assunto '*5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio - Taxa de Remuneração*', para fins de adequação da tramitação processual das etapas do processo revisional;
4. Determinar à Secex a abertura de Processo Regulatório específico, constando como assunto '*5ª Revisão Quinquenal de Tarifas da Concessionária CEG Rio - Plano de Negócios e Base de Ativos*', para fins de adequação da tramitação processual das etapas do processo revisional.

É como voto.

Vladimir Paschoal Macedo
Conselheiro-Relator

[1] Fonte:

i) ARSP: NOTA TÉCNICA ARSP/DP/GET Nº 07/2025. Disponível no link: https://arsp.es.gov.br/Media/arsi/G%C3%A1s%20Natural/Tarifa/NT_GET_007-2025.pdf

Nota: CAPM Nominal = 15,41%. Inflação Americana = 2,4%. CAPM Real = 12,71%, calculado com base nas informações disponíveis na Nota Técnica da ARSP.

ii) ARSESP – Nota Técnica Final - Metodologia para o Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) para o Setor de Distribuição de Gás Canalizado
Disponível em https://www.arsesp.sp.gov.br/ConsultasPublicasBiblioteca/NTF_WACC_Gas.pdf.

iii) ANP – Nota Técnica nº 2/2025/SIM-CTR/SIM/ANP-RJ - Atualização da metodologia e critérios utilizados para a definição da Taxa de Retorno utilizando o Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) e sua aplicação no Ciclo Regulatório 2026-2030.

Disponível no link: <https://www.gov.br/anp/pt-br/assuntos/consultas-e-audiencias-publicas/consulta-audiencia-publica/2025/arquivos-consultas-audiencias-publicas-2025/cp-12-2025/nt-2-2025-sim.pdf>.

iv) ANEEL -

v) SEDE/GASMIG - Nota Técnica SEDE/SPMEL nº 71/2021.

Disponível no link:
https://www.consultapublica.mg.gov.br/Admin/documentos/23_Nota_Tecnica_SEDE_SPMEL_n_71_2021_W_ACC_Final_Gasmig.pdf

Nota: CAPM Nominal = 11,73%. Inflação Americana = 2,38%. CAPM Real = 9,13%, calculado com base nas informações disponíveis na Nota Técnica SEDE/SPMEL nº 71/2021.

vi) AGEPAR – Nota Técnica 008/2024 – Alterada pelo Conselho Diretor. Metodologia e Cálculo da Margem Bruta Requerida Máxima para a 1ª RTP – Compagas.

Disponível em <https://www.documentador.pr.gov.br/documentador/pub.do?action=d&uuid=@gtf-escriba-agepar@df74ef46-acdb-4690-8ea1-cbcf00f88cf1&empPg=true>
