



VOTO

PROCESSO: 00058.006804/2022-71

INTERESSADO: CONCESSIONÁRIA DO AEROPORTO INTERNACIONAL DE CAMPINAS - VIRACOPOS, CONCESSIONÁRIA DO AEROPORTO INTERNACIONAL DE GUARULHOS S.A, INFRAMERICA - CONCESSIONÁRIA DO AEROPORTO DE BRASÍLIA S.A., CONCESSIONÁRIA DO AEROPORTO INTERNACIONAL DE FORTALEZA, CONCESSIONÁRIA DO AEROPORTO INTERNACIONAL DE FLORIANÓPOLIS S.A, CONCESSIONÁRIA DO AEROPORTO DE SALVADOR S.A, CONCESSIONÁRIA DO AEROPORTO INTERNACIONAL DE PORTO ALEGRE

RELATOR: TIAGO SOUSA PEREIRA

1. DA COMPETÊNCIA

1.1. A Lei n.º 11.182/2005, em seus artigos 8º e 11, estabelece a competência da ANAC para adotar as medidas necessárias para o atendimento do interesse público e para o desenvolvimento e o fomento da aviação civil, bem como a competência da Diretoria Colegiada para exercer o poder normativo da Agência. Ainda o Regimento Interno atribui às superintendências, de modo geral, a competência para submeter à Diretoria propostas normativas decorrentes de suas respectivas competências.

1.2. Conclui-se, portanto, que a matéria em discussão é de competência da Diretoria Colegiada da ANAC, estando o encaminhamento feito pela Superintendência de Regulação Econômica de Aeroportos - SRA revestido de amparo legal.

2. DA ANÁLISE E FUNDAMENTAÇÃO

2.1. Conforme abordado no Relatório, retorna à apreciação deste Colegiado, após realização de Consulta e Audiência Pública no âmbito da Revisão dos Parâmetros da Concessão - RPC, proposta que visa alterar as taxas de descontos utilizadas nos fluxos de caixas marginais (TDFCM) dos contratos da 2ª (Brasília, Campinas e Guarulhos) e da 4ª rodada (Florianópolis, Fortaleza, Porto Alegre e Salvador). Essas taxas deverão ser utilizadas em eventuais processos de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro a serem aplicados de 2023 a 2027.

2.2. A cada 5 anos, como estabelecido nos contratos, a ANAC promove as RPCs como forma de atualização periódica de parâmetros da concessão, buscando reduzir distorções que provocam ineficiências de ordens operacionais e econômicas, as quais naturalmente acontecem com o passar do tempo. Nesse sentido, a cada ciclo, a Agência se debruça profundamente sobre a temática e conta sempre com expressiva participação pública, a qual vem contribuindo, sistematicamente, para a evolução regulatória dos contratos.

2.3. A esse propósito, cabe ressaltar que a efetiva participação pública foi mais de uma vez incentivada por este Colegiado, que permitiu tanto a ampliação do prazo de consulta pública, como determinou a realização de uma audiência pública virtual. Na ocasião, as diversas partes interessadas – entre associações, operadores e instituições financeiras, entre outras – tiveram a oportunidade de debater com os técnicos da Agência que estão à frente desse processo de revisão dos parâmetros da concessão.

2.4. Em síntese, as contribuições abordaram duas vertentes distintas, sendo que a maior parte delas foi no sentido de que a taxa de desconto proposta de 5,73% é inaplicável ao cenário socioeconômico

atual e, assim, propuseram manter as taxas vigentes ou utilizar a metodologia do WACC (*Weighted Average Capital Cost*) em combinação com o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Uma outra vertente foi pela incorporação de melhorias técnicas à metodologia paramétrica utilizada atualmente.

2.5. As contribuições foram analisadas pela Superintendência de Regulação Econômica de Aeroportos - SRA na Nota Técnica nº 67/2022/GERE/SRA (7375159) e no Despacho SRA (7733164), os quais manifesto concordância com as avaliações, sobretudo no que tange às vantagens e desvantagens de cada opção regulatória, bem como pela conveniência técnica de se manter uma metodologia paramétrica para a definição da Taxa de Desconto, a qual já vem sendo utilizada pela Agência desde 2017.

2.6. Contudo, como bem pontuaram as análises da SRA, ainda há espaço para incorporação de duas melhorias na metodologia paramétrica, principalmente em decorrência do contexto singular advindo da pandemia de COVID-19.

2.7. A primeira delas diz respeito à redução do lapso entre o período inicial das informações utilizadas para calcular os parâmetros e o período final para o qual a taxa de desconto permaneceria em vigor, que na regulação atual pode alcançar até 10 anos. A nova proposta sugere que a taxa passe a ser calculada anualmente, conferindo maior flexibilidade para que ela se aproxime ao contexto da época em que ocorrer o evento gerador de desequilíbrio econômico-financeiro. Esse mecanismo reduz algumas preocupações trazidas nas contribuições públicas em relação a uma possível deficiência da fórmula paramétrica em capturar impactos de variáveis exógenas e de não os incorporar à percepção de risco da economia brasileira.

2.8. Ademais, em que pese o correto argumento de que no longo prazo, entre perdas e ganhos decorrentes da defasagem de atualização da taxa de desconto, o resultado geral tende a ser nulo, é fato que em termos de fluxo de caixa, liquidez e financiabilidade tanto melhor será quanto mais rápida for a atualização da taxa de desconto à realidade do custo de capital da economia. Dessa forma, essa proposta de atualização anual mantém a tendência de nulidade de ganhos e perdas no longo prazo e, adicionalmente, reduz os custos (e eventuais benefícios) de curto prazo decorrentes de defasagens entre as taxas.

2.9. A outra melhoria, também decorrente de contribuição na audiência pública, consiste na substituição do parâmetro de juros, deixando de se utilizar a taxa SELIC e passando a se valer de taxas relacionadas ao título público Tesouro IPCA+, também conhecido como NTN-B (Notas do Tesouro Nacional de série B). No entendimento da área técnica "*a Jm, taxa de juros real apurada a partir da NTN-B pode representar uma proxy de juros melhor que a SELIC, principalmente devido à sua característica de refletir taxas de juros futuras, em horizonte de 5 anos, negociadas por agentes do mercado*".

2.10. Corroboro que essas taxas refletem melhor o custo de capital do que a Selic, uma vez que enquanto esta tem por objetivo calibrar a política monetária, olhando para o descasamento entre inflação esperada e a meta, aquelas traduzem o custo de captação do Governo Federal, o qual naturalmente se repercute no mercado financeiro nacional como um todo. Dessa maneira, concordo com a proposta de aprimoramento para a metodologia paramétrica, no sentido de passar a utilizar as taxas do Tesouro IPCA+.

2.11. Entretanto, como bem lembrou a área técnica, a J_m é uma taxa de juros real (descontada pela inflação), diferentemente da SELIC, que representa uma taxa de juros nominal (não descontada pela inflação). Assim, seu uso implica a alteração da fórmula paramétrica, que não mais deve incluir o IPCA, para evitar a dupla contagem da inflação. Assim, a fórmula paramétrica passa a ser a seguinte: $TDFCM = J_m + \alpha$, em que a base para o prêmio de risco (α) seria diferente da utilizada na fórmula atual, uma vez que as premissas estão sendo alteradas.

2.12. Para o cálculo da nova constante no caso concreto, a área técnica propõe como taxa de desconto de referência o valor de custo médio ponderado de capital de 7,84%, calculado pelo Ministério da Economia para ser utilizado na modelagem da Parceria Público Privada – PPP dos Aeroportos

Regionais do Amazonas, conforme Nota Conjunta SEI nº 1/2022/STN/SPE/ME-DF, de 04/04/2022. O valor de 7,84% corresponde ao percentil de 50% da abordagem probabilística e como base de dados para o cálculo é utilizado o período entre março de 2021 a fevereiro de 2022. Como entre março de 2021 e fevereiro de 2022 o valor médio da NTN-B representado pela taxa Jm foi de 3,94%, por diferença o valor da constante (alfa) corresponde a 3,90%, o qual, de acordo com a metodologia paramétrica, é correspondente ao risco regulatório do setor.

2.13. Isto posto, considero que a presente proposta conseguiu endereçar os principais pontos debatidos nos autos, incorporando percepção tempestiva de riscos da economia brasileira e substituindo a *proxy* de juros de forma a refletir taxas de mercado mais realistas, com a boa propriedade de incorporar elementos de juros futuros, reduzindo a defasagem típica de metodologias que consideram somente séries históricas de juros.

2.14. Apesar dos reclames para o retorno da CAPM, sobretudo por conta da conveniência do momento, a evolução regulatória ocorreu sem o abandono da utilização da metodologia paramétrica, a qual, conforme demonstrado pela SRA no início do processo, originou-se de demanda do próprio setor como forma de reduzir as incertezas associadas às discricionariedades existentes na metodologia de cálculo do custo de capital ponderado do negócio.

2.15. Por fim, cumpre ressaltar que, desde que a Agência passou a utilizar a fórmula paramétrica para a definição da TDFCM na 1ª RPC dos aeroportos da 2ª rodada em 2017, essa metodologia vem sendo replicada nas demais RPCs, o que conferiu segurança jurídica e previsibilidade às partes interessadas. Nesse sentido, recomenda-se que essa sistemática seja mantida para as próximas RPCs, tomando-se por fundamento a metodologia aprimorada em tela e, obviamente, mantendo a transparência e intensa discussão social.

3. DA CONCLUSÃO

3.1. Pelo exposto, **VOTO FAVORAVELMENTE** à aprovação da proposta de Resolução que versa sobre a Segunda Revisão dos Parâmetros da Concessão dos aeroportos de Guarulhos, Viracopos e Brasília e a Primeira Revisão dos Parâmetros da Concessão dos aeroportos de Fortaleza, Florianópolis, Porto Alegre e Salvador, nos termos como proposto pela área técnica no documento SEI 7809018.

É como voto.

TIAGO SOUSA PEREIRA
Diretor



Documento assinado eletronicamente por **Tiago Sousa Pereira, Diretor**, em 18/11/2022, às 10:57, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 4º, do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site <https://sei.anac.gov.br/sei/autenticidade>, informando o código verificador **7900986** e o código CRC **9106412C**.