

## JUSTIFICATIVA

**Primeira Revisão dos Parâmetros da Concessão dos Aeroportos Internacionais Tancredo Neves/Confins e do Rio de Janeiro/Galeão - Antônio Carlos Jobim e Segunda Revisão dos Parâmetros da Concessão do Aeroporto Internacional de São Gonçalo do Amarante – Proposta de Resolução que dispõe sobre as taxas de desconto dos fluxos de caixa marginais dos respectivos Contratos.**

### 1- DO OBJETO

O presente documento tem por objetivo propor a Primeira Revisão dos Parâmetros da Concessão dos Aeroportos Internacionais Tancredo Neves/Confins e do Rio de Janeiro/Galeão e a Segunda Revisão dos Parâmetros da Concessão do Aeroporto Internacional de São Gonçalo do Amarante (ASGA) no que tange à determinação das taxas de desconto dos fluxos de caixa marginais dos respectivos Contratos.

Destaca-se que os demais aspectos abrangidos pela RPC definidos nos Contratos de Concessão não são objeto deste documento.

### 2 - DA JUSTIFICATIVA

Os Contratos de Concessão são caracterizados pela existência do instituto do equilíbrio econômico-financeiro e podem prever mecanismos de revisão com o objetivo de restaurar o equilíbrio inicial pactuado na assinatura do Contrato. Conforme o art. 9º, §2º, da Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995 (Lei de Concessões):

*§2º Os Contratos poderão prever mecanismos de revisão das tarifas, a fim de manter-se o equilíbrio econômico-financeiro.*

O Contrato deve ainda definir as condições sob as quais o equilíbrio econômico-financeiro está mantido, conforme o art. 10 da Lei de Concessões:

*Art. 10. Sempre que forem atendidas as condições do Contrato, considera-se mantido seu equilíbrio econômico-financeiro.*

O item 6.1 dos Contratos de Concessão dos aeroportos de Confins, Galeão e São Gonçalo do Amarante evidencia essas condições:

*6.1. Sempre que atendidas as condições do Contrato e respeitada a alocação de riscos nele estabelecida, considera-se mantido seu equilíbrio econômico-financeiro.*

Os Contratos elencam exaustivamente os riscos do Poder Concedente e estabelecem que o objetivo das Revisões Extraordinárias é recompor o equilíbrio econômico-financeiro em virtude da materialização de algum daqueles riscos, desde

que impliquem em alteração relevante dos custos ou da receita da Concessionária. São riscos do Poder Concedente:<sup>1</sup>

5.2.1. *mudanças no Anteprojeto por solicitação da ANAC ou de outras entidades públicas, salvo se tais mudanças decorrerem da não-conformidade do Anteprojeto com a legislação em vigor ou com as informações contidas no PEA;*

5.2.2. *mudanças nas especificações dos serviços em decorrência de novas exigências de procedimentos de segurança por solicitação da ANAC ou decorrentes de nova legislação ou regulamentação públicas brasileiras;*

5.2.3. *restrição operacional decorrente de decisão ou omissão de entes públicos, exceto se decorrente de fato imputável à Concessionária;*

5.2.4. *atrasos na liberação do acesso ao local das obras ou impossibilidade de imissão na posse por fatos não imputáveis à Concessionária e que gerem prejuízos a ela;*

5.2.5. *criação de benefícios tarifários pelo Poder Público;*

5.2.6. *criação ou extinção de Tarifas Aeroportuárias;*

5.2.7. *mudança na legislação tributária que aumente custos da obra, custos operacionais ou custos de manutenção de equipamentos, exceto as mudanças nos Impostos sobre a Renda;*

5.2.8. *ocorrência de eventos de força maior ou caso fortuito, exceto quando a sua cobertura possa ser contratada junto a instituições seguradoras, no mercado brasileiro, na data da ocorrência ou quando houver apólices vigente que cubram o evento;*

5.2.9. *existência de sítios ou bens arqueológicos na área do Aeroporto, assim como os custos decorrentes de tal evento;*

5.2.10. *os decorrentes de obrigações assumidas pelo Poder Concedente, relacionadas na Seção II - Do Poder Concedente do*  
**CAPÍTULO III - DOS DIREITOS E DEVERES;**

5.2.11. *atrasos decorrentes da não obtenção de autorizações, licenças e permissões de órgãos da Administração Pública Federal exigidas para construção ou operação das novas instalações, exceto se decorrente de fato imputável à Concessionária;*

5.2.12. *atrasos nas obras decorrentes da demora na obtenção de licenças ambientais quando os prazos de análise do órgão ambiental responsável pela emissão das licenças ultrapassarem as previsões legais, exceto se decorrente de fato imputável à Concessionária;*

5.2.13. *custos relacionados aos passivos decorrentes das relações trabalhistas anteriores à data de transferência do Contrato de*

---

<sup>1</sup> Esta lista exemplifica os riscos do Poder Concedente presentes nos Contratos de Concessão dos aeroportos de Confins e Rio de Janeiro - Galeão.

*trabalho, tenham sido ou não objeto de reclamação judicial, incluindo os encargos previdenciários, observado o item 2.22.6;*

*5.2.14. custos relacionados aos passivos fiscais, previdenciários, cíveis e outros que decorram de atos ou fatos anteriores ao Estágio 3 da Fase I-A, salvo se decorrentes de atos da Concessionária relacionados à execução da Fase I-B do Contrato;*

*5.2.15. custos relacionados aos passivos ambientais que tenham origem e não sejam conhecidos até a data de publicação do edital do leilão da Concessão;*

*5.2.15.1. custos relacionados à confirmação de existência de contaminação do solo e águas subterrâneas na área do Aeroporto que decorram de atos ou fatos anteriores à Data de Eficácia do Contrato.*

*5.2.16. custos relacionados à realização dos investimentos e ações necessárias ao pleno atendimento das exigências estabelecidas pelos compromissos assumidos, em data posterior à da publicação do Edital, pelo Poder Público para sediar os Jogos Olímpicos e Paraolímpicos Rio 2016.*

O item 1.1 do Anexo 5 dos Contratos de Confins e do Galeão estabelece que o processo de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro será realizado por meio do uso do Fluxo de Caixa Marginal - FCM, enquanto o item 1.2 prevê que os fluxos dos dispêndios e das receitas marginais utilizados no FCM serão descontados pela Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal:

*1.1. O processo de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro será realizado de forma que seja nulo o valor presente líquido do Fluxo de Caixa Marginal projetado em razão do evento que ensejou a recomposição, considerando (i) os fluxos dos dispêndios marginais resultantes do evento que deu origem à recomposição; e (ii) os fluxos das receitas marginais resultantes do evento que deu origem à recomposição.*

*1.2. Os fluxos dos dispêndios e das receitas marginais referidos no item 1.1 acima serão descontados pela Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal a ser determinada por ocasião das Revisões dos Parâmetros da Concessão, conforme Seção – Da Revisão dos Parâmetros da Concessão do Contrato, mediante ampla discussão pública.*

O Contrato de Concessão do ASGA possui cláusulas idênticas. Finalmente, conforme o item 6.15 dos Contratos de Confins e do Galeão, a taxa de desconto a ser utilizada no fluxo de caixa marginal é determinada durante as Revisões dos Parâmetros da Concessão - RPC. Além disso, conforme o item 6.18, a primeira RPC será realizada antes do quinto ano da Concessão:

*6.15. As Revisões dos Parâmetros da Concessão serão realizadas a cada período de 5 (cinco) anos do período da concessão.*

*6.16. A Revisão dos Parâmetros da Concessão tem como objetivo permitir a determinação:*

- 6.16.1. dos Indicadores de Qualidade do Serviço;*
- 6.16.2. da metodologia de cálculo dos fatores X e Q; e*
- 6.16.3. da Taxa de Desconto a ser utilizada no Fluxo de Caixa Marginal.*

*(...)*

*6.18. A primeira Revisão dos Parâmetros da Concessão será iniciada e concluída no quinto ano da concessão, contado da Data de Eficácia, e as subsequentes a cada período de 5 (cinco) anos, tendo sempre o início e encerramento no quinto ano de cada período, de forma a possibilitar o cumprimento do disposto no item 6.17.*

Por sua vez, o Contrato de Concessão do ASGA traz o seguinte texto:

*6.14 A Revisão dos Parâmetros da Concessão tem o objetivo de permitir a determinação da metodologia de cálculo dos fatores X e Q a serem aplicados nos reajustes tarifários até a Revisão dos Parâmetros da Concessão seguinte, e a determinação da Taxa de Desconto a ser utilizada no Fluxo de Caixa Marginal também até a Revisão dos Parâmetros da Concessão seguinte.*

*(...)*

*6.17 A primeira Revisão dos Parâmetros da Concessão será realizada até 31 de março de 2015, observado o disposto na subcláusula 6.16. (Alterada pelo Termo Aditivo nº 004/2015, de 28 de janeiro de 2015).*

*6.18 As Revisões dos Parâmetros da Concessão subsequentes serão realizadas a cada período de 5 (cinco) anos.*

Em 19 de julho de 2018, a Superintendência de Regulação Econômica de Aeroportos – SRA encaminhou o Ofício nº 81/2018/SRA-ANAC (SEI, Nº 2033039) para a Concessionária do aeroporto do Galeão e o Ofício nº 83/2018/SRA-ANAC (SEI, Nº 2033134) para a Concessionária do aeroporto de Confins, os citados ofícios continham proposta de plano de trabalho para a 1ª RPC desses dois aeroportos, com 4 principais etapas: (i) Etapa prévia; (ii) Análise das propostas apresentadas ou discussão de proposta da Agência; (iii) Início formal da 1ª RPC; e (iv) Aprovação da 1ª RPC, conforme consta das orientações contidas nos ofícios, com o prazo de encerramento da RPC até dezembro de 2019.

A SRA encaminhou o Ofício nº 126/2018/SRA-ANAC (SEI, Nº 2471663), de 30 de novembro de 2018, para a Concessionária do aeroporto de São Gonçalo do Amarante, tal Ofício continha a proposta de plano de trabalho para a 2ª RPC desse aeroporto, novamente, com as 4 etapas e prazo de encerramento até dezembro de 2019.

As propostas dos aeroportos de Confins e do Galeão deveriam ser apresentadas até o dia 31 de dezembro de 2018, enquanto as propostas do aeroporto de São Gonçalo do Amarante deveriam ser apresentadas até o final de fevereiro de 2019.

Sendo assim, com vistas a atender os dispositivos contratuais e o plano de trabalho proposto às Concessionárias, por meio desta Nota Técnica, propõe-se minuta de resolução que dispõe sobre as taxas de desconto dos fluxos de caixa marginais dos Contratos dos aeroportos de Confins e do Galeão no âmbito da primeira RPC e do Contrato do Aeroporto de São Gonçalo do Amarante no âmbito da segunda RPC. Os valores definidos substituirão aqueles constantes do Anexo da Resolução nº 355, de 17 de março de 2015, aplicáveis a esses aeroportos.

### 3 - CONTRIBUIÇÕES

Foram recebidas contribuições das Concessionárias dos aeroportos de Confins e do Galeão.

A Concessionária do aeroporto de Confins, por meio da carta BHA-PRE-0250/2018 (SEI, Nº 2543724), de 20 de dezembro de 2018, ressalta que a ANTT e a ANTAQ recentemente calcularam taxas de desconto significativamente superiores àquelas atualmente praticadas no setor aeroportuário (a última taxa de desconto calculada pela ANAC foi igual a 8,55% - Resolução Nº 451, de 27 de novembro de 2017). Como exemplos, a Concessionária cita o WACC de 11,04%, definido pela ANTT para o setor ferroviário, e de 9,43% a 9,95% para o setor rodoviário. Destaca também a taxa de 10% ao ano divulgada pela ANTAQ. Em suas palavras:

*"é importante pontuar que a avaliação comparativa de outros modais de transporte no país, salvo eventual atualização, demonstra a utilização de Taxas de Desconto significativamente superiores àquelas atualmente praticadas no setor aeroportuário. Como exemplo, a taxa do WACC para o setor ferroviário foi definida pela ANTT, para 2018, em 11,04% a.a., enquanto a taxa do setor rodoviário varia entre 9,43% a 9,95% a.a., em termos reais. A ANTAQ, por sua vez, considerou em seus estudos de viabilidade, divulgados em 2018, a taxa de 10% a.a. em termos reais".*

Além disso, a Concessionária do Aeroporto de Confins se manifesta em favor da metodologia do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC na sigla em inglês), metodologia que pondera o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio para o cálculo do custo médio ponderado de capital da firma. Segundo a Concessionária:

*"diante deste contexto de incertezas e falta de informações concretas a respeito do cenário político e macroeconômico, somados às conhecidas controvérsias para estimativa de alguns parâmetros regulatórios, debatidos exaustivamente pelos setores públicos e privado, entende-se que, nesse momento, as partes devem concentrar seus esforços na avaliação da metodologia mais adequada para definição do WACC, possibilitando, assim, que ao longo do processo de RPC, com a conclusão no ano de 2019, seja possível a determinação do efetivo valor da taxa de desconto a ser aplicada ao Contrato".*

A Concessionária do Aeroporto do Galeão, representada pela ANEAA – Associação Nacional das Empresas Administradoras de Aeroportos, comunicou que a avaliação e a execução dos trabalhos excederia o prazo de 31 de dezembro. Dessa forma, as contribuições da Concessionária quanto à taxa de desconto foram protocoladas nessa Agência em 1º de fevereiro de 2019, por meio do Ofício CARJ-CA-0139/2019-FIN (SEI, Nº 2662110).

A Concessionária apresenta duas contribuições, a primeira com base no WACC em combinação com o CAPM e a segunda com base na fórmula paramétrica utilizada pela ANAC na RPC dos aeroportos de Brasília, Campinas e Guarulhos. A Concessionária deixa transparecer sua preferência pelo WACC em combinação com o CAPM, e apresenta propostas de valores para a taxa de desconto, cuja memória de cálculo encontra-se no Anexo do Ofício CARJ-CA-0139/2019-FIN (SEI, Nº 2662113). Segundo a Concessionária:

*“Primeiramente, entende-se como boa prática que a revisão da Taxa de Desconto deverá ser obtida pela devida atualização de índices, premissas e parâmetros contidos no cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC na sigla em inglês) em combinação com o Capital Asset Pricing Model (CAPM), metodologia amplamente difundida e aplicada tanto na "Metodologia para o Cálculo da Taxa de Desconto", que definiu a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal vigente de 6,81%, quanto na "Metodologia de Cálculo do WACC - Concessões Públicas" do Ministério da Fazenda, de dezembro de 2018. Desta forma, tomando como as orientações descritas nos referidos documentos e conforme disposto no Anexo 1 desta carta, a Concessionária propõe a Taxa de Desconto de 7,06% resultante desta Primeira RPC”.*

Note que a Concessionária do aeroporto do Galeão propõe um valor (7,06%) para a taxa de desconto consideravelmente menor do que aqueles apresentados pela Concessionária de Confinos (entre 9,43% e 11,04%).

Adicionalmente, ciente da metodologia de cálculo da taxa de desconto paramétrica que a ANAC utilizou na 1ª RPC de Brasília, Viracopos e Guarulhos, a Concessionária do aeroporto do Galeão apresentou contribuição para a fórmula paramétrica. No entanto, a Concessionária defende que a constante que a ANAC utiliza no cálculo da fórmula paramétrica deve ser baseada na taxa de desconto do fluxo de caixa marginal vigente da Concessionária, de 6,81%. Segundo a Concessionária:

*“O valor da constante da fórmula paramétrica deverá utilizar como base a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal vigente de 6,81%, resultando em uma Taxa de Desconto de 7,45%, conforme apresentado no Anexo 2. Tal motivação surge pela redução da arbitrariedade da escolha da taxa usada como base para obtenção do parâmetro constante, mantendo, assim, a taxa vigente, atualizado periodicamente apenas de acordo com a variação da SELIC e da meta de inflação. Vale destacar que existem ressalvas quanto à esta*

*metodologia, uma vez que a manutenção de uma taxa base não refletira as variações de percepção de risco e do custo de oportunidade dos investidores ou credores do setor”.*

Não foram recebidas contribuições da Concessionária do Aeroporto de São Gonçalo do Amarante. No entanto, cumpre ressaltar que a Inframerica, Concessionária que administra os Aeroportos de São Gonçalo do Amarante e de Brasília, durante a 1ª Revisão dos Parâmetros da Concessão dos Aeroportos de Brasília, Campinas e Guarulhos, manifestou-se favoravelmente à metodologia paramétrica para a definição da Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal, conforme Ofício IA n° 0232/SBBR/2017 (SEI, N° 0480452), de 3 de março de 2017.

Da análise das contribuições, verifica-se que as Concessionárias de Confins e do Galeão manifestam preferência pela adoção do WACC em conjunto com o CAPM. No entanto, verifica-se uma discordância entre as Concessionárias em relação ao valor que seria alcançado pela metodologia do WACC. A Concessionária de Confins se manifesta em favor da adoção de taxas de desconto maiores às que são atualmente praticas pela Agência, citando valores entre 9,43% e 11,04%, enquanto a Concessionária do Aeroporto do Galeão sugere uma taxa de desconto de 7,06%.

Como será visto adiante, a ANAC propõe aplicar novamente a fórmula paramétrica utilizada na 1ª Revisão dos Parâmetros da Concessão dos Aeroportos de Brasília, Campinas e Guarulhos, descrita na Nota Técnica N° 44(SEI)/2017/GERE/SRA (SEI, N° 0648114), em anexo, constante no Processo SEI n° 00058.513621/2017-40. Assim, tendo em vista que as contribuições das Concessionárias dos Aeroportos de Confins e do Galeão sugerem que a Agência utilize a metodologia do WACC em conjunto com o CAPM, na próxima seção serão expostos os motivos que levaram a ANAC a substituir a metodologia do WACC pela metodologia paramétrica a partir da 1ª RPC dos Aeroportos de Brasília, Campinas e Guarulhos.

Em resumo, a Agência substituiu o WACC em combinação com o CAPM pela fórmula paramétrica com o objetivo de diminuir o grau de arbitrariedade por parte do regulador e a insegurança jurídica e aumentar a previsibilidade da taxa de desconto do fluxo de caixa marginal.

Neste sentido, é importante resgatar o seguinte trecho da Nota Técnica N° 115(SEI)/2017/GERE/SRA (SEI, N° 1053593), que apresentou à Diretoria da ANAC os resultados da análise das contribuições recebidas na Audiência Pública n° 11/2017, referente à proposta de Primeira Revisão dos Parâmetros da Concessão – RPC dos Aeroportos Internacionais de Brasília, Campinas e Guarulhos:

*"Finalmente, cumpre ressaltar que, ainda que o Contrato permita que a metodologia da taxa de desconto do fluxo de caixa marginal seja revista a cada RPC, ao estabelecer a fórmula paramétrica  $(1 + SELIC + 5,07\%)/(1 + \pi) - 1$ , nos termos apresentados na justificativa da proposta em análise, **pretende-se que as taxas de desconto a serem estabelecidas nas próximas Revisões dos Parâmetros da Concessão, inclusive dos demais aeroportos, sejam***

*calculadas de acordo com a metodologia acima, obviamente sem prejuízo dos processos de ampla discussão pública (garantidos contratualmente). Assim, espera-se sinalizar aos agentes de mercado que a Agência pretende reduzir sua discricionariedade e aumentar a previsibilidade das variáveis que impactam os projetos de concessão de infraestrutura aeroportuária."*

## 4 - DA ANÁLISE

### 4.1 Metodologia de cálculo da Taxa de Desconto do FCM - WACC e CAPM

Conforme definido nos Contratos de Concessão, a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal é aquela pela qual os fluxos de dispêndios e receitas marginais são descontados no Fluxo de Caixa Marginal (FCM). O reequilíbrio é realizado de modo que o valor presente líquido (VPL) do FCM descontado pela taxa é nulo:

$$VPL = \sum_{i=1}^n \frac{FCM_i}{(1+r)^i}$$

onde,

**VPL** = valor presente líquido;

**FCM<sub>i</sub>** = fluxo de caixa marginal no período i;

**n** = número de períodos;

**r** = taxa de desconto.

O item 1.2.1 do Anexo 5 dos Contratos de Confins e Galeão estabelece que, na ocorrência de algum dos eventos atribuídos como risco do Poder Concedente antes da realização da primeira RPC, a ANAC deve determinar a metodologia para o cálculo da taxa de desconto aplicada aos fluxos de caixa decorrentes do reequilíbrio econômico-financeiro. Como forma de dar cumprimento a este item, no início das Concessões a ANAC optou por utilizar o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) em combinação com o **Capital Asset Pricing Model**(CAPM), conforme pode ser observado no documento de justificativa da Audiência Pública nº 9/2014<sup>2</sup>, que culminou na Resolução nº 355, de 17 de março de 2015, que dispõe sobre as taxas de desconto dos fluxos de caixa marginais dos contratos de concessão de infraestrutura aeroportuária federal.

O WACC reflete uma média ponderada dos custos de financiamento disponíveis para o empreendimento, seja por capital próprio ou de terceiros. A ponderação é feita pela participação de cada uma destas fontes de financiamento na estrutura de capital da empresa. A fórmula seguinte é a expressão do modelo tradicional do WACC:

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

onde,

---

<sup>2</sup> Ver o documento de justificativa da Audiência Pública nº 09/2014, que trata da proposta de resolução que dispõe sobre os procedimentos e as taxas de desconto dos fluxos de caixa marginais a serem adotados nos processos de revisão extraordinária nos contratos de concessão de infraestrutura aeroportuária federal. Disponível em: <http://www2.anac.gov.br/transparencia/audiencia/2014/aud09/Justificativa.pdf>.



**WACC** = custo médio ponderado de capital;  
**D** = capital de terceiros no capital da empresa;  
**E** = capital próprio no capital da empresa;  
**K<sub>d</sub>** = custo do capital de terceiros;  
**K<sub>e</sub>** = custo do capital próprio; e  
**t** = alíquota tributária marginal efetiva.

O CAPM, por sua vez, é utilizado no cálculo do custo do capital próprio. Este modelo baseia-se na existência de um ativo com retorno livre de risco e de um prêmio, exigido pelos investidores, associado ao risco do investimento. No modelo, a medida do risco é representada pelo parâmetro  $\beta$  e o preço do risco como o prêmio de risco do mercado.

O risco do ativo pode ser dividido em dois tipos: risco da firma ou de mercado. O primeiro, também chamado de não sistemático, está relacionado com variáveis que afetam a atividade específica do ativo ou de um grupo de ativos, sendo que esse risco pode ser mitigado pelo investidor através da diversificação de seu portfólio de ativos. No entanto, o risco de mercado, ou sistemático, não é diversificável, uma vez que afeta ativos negociados no mercado de modo geral.

Segundo Damodaran (2011)<sup>3</sup>, se a diversificação reduz a exposição ao risco específico da firma e não há custos associados a esta prática, o resultado lógico seria um portfólio que contivesse uma pequena proporção dos ativos negociados no mercado. Para que isso seja válido, o modelo parte das seguintes premissas:

- a) não há custos de transação;
- b) todos os ativos são negociados;
- c) investimentos são infinitamente divisíveis; e
- d) não há informações privadas.

Neste cenário, todos os investidores optariam por manter em carteira o portfólio de mercado ótimo, cujo risco é apenas sistemático, ou não-diversificável.

Para medir o risco de um ativo específico, é necessário calcular quanto de risco esse ativo adiciona ao portfólio total do investidor. Esse risco é aferido pelo  $\beta^4$ , que corresponde ao coeficiente angular entre o retorno esperado por aquele ativo e o prêmio de risco do mercado. Matematicamente, o modelo é expresso pela seguinte equação:

$$E(R_i) = R_f + \beta(E(R_m) - R_f)$$

onde,  
 $E(R_i)$  = esperança de retorno do ativo “i”;  
 $R_f$  = retorno livre de risco;  
 $\beta$  = risco sistêmico alocado ao ativo “i”, e;  
 $E(R_m)$  = esperança de retorno do mercado.

<sup>3</sup> Damodaran, A., 2011, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2011 Edition*.

<sup>4</sup>  $\beta$  calculado como covariância entre os retornos do ativo e do mercado dividida pela variância dos retornos do mercado. Este valor corresponde ao coeficiente angular da regressão linear entre os retornos do ativo e do mercado

A aplicação do modelo teórico do CAPM traz consigo diversas dificuldades práticas. O mercado de capitais em países emergentes não está completamente desenvolvido, sendo mais volátil, menos líquido e menos diversificado do que em países desenvolvidos. Ademais, não há uma taxa livre de risco, já que o mercado precifica um risco-país não nulo para esses países, e não há informações de mercado em qualidade ou quantidade sobre aeroportos ou operadores aeroportuários.

A solução apresentada pela literatura é utilizar os dados financeiros de um mercado consolidado (usualmente, dos Estados Unidos), adicionando ao cálculo do risco as especificidades do mercado local. O modelo adaptado apresenta a seguinte expressão:

$$K_e = R_{f US} + \beta^r (\overline{R_{m US}} - R_{f US}) + R_{p BR}$$

onde,

$K_e$  = Custo do capital próprio;

$R_{f US}$  = taxa livre de risco no mercado americano;

$R_{m US}$  = retorno esperado do **portfólio** de mercado americano;

$R_{p BR}$  = prêmio de risco-país Brasil; e

$\beta^r$  = beta do ativo realavancado, utilizando a estrutura de capital estimada e carga tributária brasileiras.

## 4.2 Percepção de Risco

Durante os processos de licitação, vários proponentes manifestaram desconforto quanto às incertezas associadas à metodologia de cálculo da taxa de desconto do fluxo de caixa marginal que seria utilizada pela ANAC futuramente. Veja, por exemplo, a transcrição de parte da Contribuição 1.245 da Audiência Pública nº 05/2013, referente à concessão de Galeão e Confins:<sup>5</sup>

*Sugere-se que seja esclarecido qual será o procedimento de revisão de taxa de desconto nas revisões dos parâmetros da concessão, para diminuir a insegurança jurídica e aumentar a atratividade do projeto, haja vista que a revisão dos parâmetros da concessão pode prejudicar de forma severa o equilíbrio econômico-financeiro do Contrato de Concessão.*

A própria razão de ser do FCM reside na necessidade de encontrar uma taxa que reflita o custo de oportunidade do capital marginal no momento da ocorrência do evento que desequilibra a equação econômico-financeira do Contrato.<sup>6</sup> Sendo

<sup>5</sup> Ver Relatório de Análise das Contribuições da Audiência Pública nº 05/2013: (<http://www2.anac.gov.br/Concessoes/arquivos/Relatorio.pdf>).

<sup>6</sup> O uso do FCM para recompor o equilíbrio econômico-financeiro surgiu como alternativa ao mecanismo de reequilíbrio estabelecido nos contratos da 1ª e 2ª etapas de rodovias federais, em resposta à crítica de que o custo de oportunidade do capital quando da ocorrência do evento que desequilibra a equação econômico-financeira do contrato pode ser diferente do custo de oportunidade da data da apresentação do plano de negócios (em leilão). Tal diferença tende a se agravar diante de variações significativas das variáveis macroeconômicas entre a data da sessão pública de leilão e o fato gerador do desequilíbrio. Assim, o mais indicado seria considerar uma nova taxa interna de retorno (TIR) para um fluxo de caixa marginal que apresente apenas as entradas e saídas geradas pelo evento que ensejou o pedido de reequilíbrio. O cálculo dessa nova TIR deve incluir estimativas de custo de capital próprio, custo de capital de terceiros e estrutura de capital até o final do período de concessão. Por definição, a TIR é uma taxa fixa para todo o

assim, é necessário que a taxa de desconto do FCM seja redefinida periodicamente ao longo do Contrato de Concessão.

Contudo, conforme pôde ser visto na seção anterior, o cálculo da taxa de desconto (WACC em combinação com o CAPM) envolve a estimativa de uma série de parâmetros (estrutura de capital ótima, custo de capital de terceiros, custo de capital próprio e alíquota tributária marginal efetiva) que pode ser feita de diversas formas, sem que exista uma metodologia que possa ser considerada melhor, o que de fato exige que as escolhas do regulador sejam discricionárias. Segundo Bragança, Rocha e Camacho (2006)<sup>7</sup>:

*A metodologia amplamente aceita para se estimar o custo médio ponderado de capital é o WACC, que engloba a remuneração de todo o capital da empresa regulada, e como tal abrange tanto a parcela da remuneração relativa ao capital próprio quanto a de terceiros, incluindo os benefícios fiscais gerados pelo endividamento. Infelizmente não há qualquer consenso em relação tanto ao seu melhor formato quanto aos métodos empregados no cálculo de cada um de seus componentes (grifo nosso).*

Por meio de um exemplo é mais fácil entender este ponto. Para descontar os fluxos de caixa dos estudos de viabilidade prévios aos leilões de concessão dos aeroportos de Confins e Galeão, utilizou-se a taxa de 6,63% a.a., calculada pelo Ministério da Fazenda (MF) por meio da Nota Técnica Conjunta nº 675/2013/STN/SEAE/MF. Por sua vez, os estudos dos aeroportos de Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre consideraram uma taxa de 8,5% a.a..

A princípio, poder-se-ia pensar que a taxa calculada pelo Ministério da Fazenda aumentou como reflexo da deterioração das variáveis macroeconômicas verificada naquele período. Contudo, como a maior parte das estimativas dos parâmetros consideram informações de 1995 até maio de 2015, de forma que os efeitos daquela crise tiveram impacto muito pequeno no cálculo do percentual final. Os maiores impactos da diferença se devem ao deslocamento do marco inicial da amostra da série de Prêmio de Risco Brasil (que foi alterado de janeiro de 2004 para janeiro de 1995) e da mudança de medida para o cálculo do custo de capital de terceiros, conforme pode ser verificado na Nota Técnica Conjunta nº 05/2015/STN/SEAE/MF (SEI, Nº 3066875) (que estabeleceu as taxas de desconto dos fluxos de caixa dos estudos de viabilidade prévios aos leilões de concessão dos aeroportos de Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre):

*Respeitaram-se os termos iniciais de contagem de prazos utilizados na última Nota publicada para o Setor (Nota Técnica nº 675/2013/STN/SEAE/MF). A exceção foi o termo inicial de Risco Brasil, alterado para 01/jan/1995, equiparando-se assim aos termos iniciais dos demais parâmetros.*

(...)

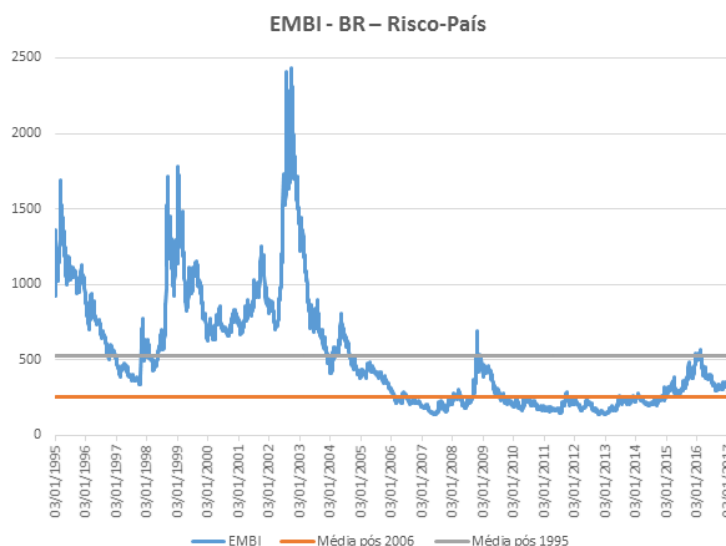
---

período do fluxo de caixa, portanto, sua estimativa não pode considerar apenas a conjuntura econômica do momento do cálculo.

<sup>7</sup> [http://ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1160.pdf](http://ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td_1160.pdf)

*Para cálculo do custo de capital de terceiros. Atualizou-se o spread de Risco de Crédito de 4.05% para 5.3%. baseada na Taxa Preferencial Brasileira (TPB) constante do "Relatório de Economia Bancária e Crédito" publicado pelo Banco Central do Brasil. A TPB mede as taxas de juros utilizadas em operações de elevado valor concedidas a clientes com baixo risco de inadimplência, portanto mais próximas a financiamento nacional.*

No entendimento desta área técnica, houve uma quebra estrutural na série de Prêmio de Risco Brasil na primeira metade da década passada. Cumpre ressaltar também que este parecia ser o entendimento que o Ministério da Fazenda expôs por meio da Nota Técnica Conjunta nº 64/2007/STN/SEAE/MF, na seção "3.2. Prêmio de risco Brasil". O gráfico abaixo ilustra o argumento de que houve uma quebra estrutural da série em questão.



Quanto ao outro fator que ajuda a explicar o aumento da taxa utilizada nos estudos de viabilidade dos aeroportos da última rodada de concessões – a opção pela Taxa Preferencial Brasileira (TPB) para o cálculo do capital de terceiros –, o Tribunal de Conta da União (TCU) questionou a pertinência do seu uso em detrimento das alíquotas cobradas pelo BNDES, tendo em vista que é cediço que os projetos de infraestrutura aeroportuária são majoritariamente financiados pelo BNDES:<sup>8</sup>

*b. cálculo para obtenção do parâmetro "custo de capital de terceiros" utilizado para estabelecer o WACC, em especial esclarecendo em que medida a Taxa Preferencial Brasileira (TPB) utilizada para atualizar o spread de crédito é a mais adequada, considerando (i) que a taxa de risco de crédito máxima na linha Pró-Logística do BNDES é de 4.18% a. a.; (ii) que a própria Nota Técnica 64/STN\SEAE/MF especifica que o risco de crédito deve ter como referência o spread do BNDES; (iii) que os estudos preveem alavancagem inicial de aproximadamente 70% do Capex sendo metade referenciado à TJLP (via BNDES) e a outra metade via debêntures incentivadas; (iv) que a metodologia*

<sup>8</sup> O texto da Diligência do TCU bem como a resposta do MF podem ser encontrados na Nota Técnica Conjunta nº 04/2016/STN/SEAE/MF-DF, em anexo

*apresentada do WACC não foi clara a respeito da inclusão dos financiamentos concedidos pelo BNDES no cálculo da TPB, e em que proporção;*

Em resposta, que pode ser consultada por meio da Nota Técnica Conjunta nº 04/2016/STN/SEAE/MF-DF (SEI, Nº 3066907), em anexo, o MF esclarece que a TPB apresenta taxas de mercado, portanto maiores que as do BNDES, e que existe uma tendência de menor participação dos Bancos Públicos em linhas subsidiadas:

*11. Para atingir o objetivo a que se propõe - qual seja, permitir a utilização desta taxa como referência no mercado livre de crédito -, a metodologia para cálculo da TPB engloba operações de bancos comerciais, múltiplos (incluindo-se o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal) e de investimento. Por outro lado, não entram no cálculo as operações realizadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Esta não inclusão do BNDES pode superestimar o valor da TPB, mas sua inclusão poderia gerar ainda mais distorções, uma vez que a taxa não seria compatível com as praticadas no mercado, além de tais operações serem destinadas a certos setores.*

*(...)*

*Ao mesmo tempo, linhas de crédito direcionado com taxas diferenciadas, como as praticadas pelo BNDES, estão sujeitas a condicionantes cada vez mais restritivas. A alteração desse cenário de crédito, com tendência à menor participação dos Bancos Públicos em linhas subsidiadas, pode ser constatada na variação das condições de financiamento disponibilizadas por parte do BNDES para o PIL 2, com relação ao PIL 1.*

Ainda que as mudanças metodológicas introduzidas pelo MF não guardem relação com a deterioração das variáveis macroeconômicas, o cálculo do valor de 8,5% a.a. gerou a percepção de que tal taxa era mais realista e mais consistente com os verdadeiros custos de oportunidade de capital de projetos semelhantes. No entender desta área técnica, os fatos acima narrados, associados ao fato de que não existe consenso quanto às melhores formas de calcular cada um dos parâmetros necessários para aplicar o modelo WACC em combinação com o CAPM, podem explicar o desconforto de agentes de mercado quanto às incertezas associadas a metodologias de cálculo que envolvam discricionariedade.

O modelo WACC em combinação com o CAPM também foi alvo de críticas por parte das próprias Concessionárias. A Concessionária do Aeroporto de Guarulhos, durante a 1ª RPC de Brasília, Guarulhos e Viracopos, se manifestou por meio da Carta DR/0147/2017 (SEI, Nº 0482762), de 3 de março de 2017, sugerindo abordagens alternativas para a estimação dos parâmetros utilizados no cálculo e propôs a inclusão de novos parâmetros na metodologia. Por sua vez, a Concessionária do Aeroporto de Brasília, por meio da carta IA nº 0232/SBBR/2017 (SEI, Nº 0480452), de 3 de março de 2017, criticou a metodologia utilizada pela ANAC quando da definição das Taxas de Desconto estabelecidas pela Resolução nº 355/2015, alegando que esta “utiliza

*comparáveis de mercado que carecem de aferição constante para que reflitam exatamente o comportamento ao longo de um determinado período” e que “os critérios de definição de tais comparáveis são subjetivos e dependem dos objetivos de retorno de cada companhia”. A Concessionária do Aeroporto de Brasília se manifestou favoravelmente ao modelo paramétrico, sugerindo o uso de constante no valor de 10% “de modo a precificar projetos aeroportuários, que demandam constante investimento em infraestrutura”.*

#### **4.3 Metodologia de cálculo da Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal – Fórmula Paramétrica**

Alguns contratos de concessão em outros setores que também preveem a possibilidade de reequilíbrio econômico-financeiro por meio de FCM adotaram uma abordagem alternativa, utilizando fórmulas paramétricas para redefinir a taxa de desconto de modo que não haja espaço para discricionariedade do regulador. A taxa de desconto, nestes contratos, depende de uma taxa fortemente correlacionada com o custo de capital de terceiros, de uma constante e de uma taxa de inflação anual. Por exemplo, o Contrato de Concessão das Rodovias Federais da ANTT - BR 116/BA: trecho Feira de Santana – Divisa BA/MG e BR 324/BA: trecho Salvador – Feira de Santana possui a seguinte cláusula:<sup>9</sup>

*20.5.2 Os fluxos dos dispêndios e das receitas marginais referidos na subcláusula 20.5.1 acima serão descontados pela taxa obtida mediante utilização da fórmula seguinte:*

$$(1 + TJLP + 8\%) / (1 + \pi) - 1$$

*onde (i)  $\pi$  equivale à meta para a inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional para o ano em que ocorreu a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro (ii) a TJLP adotada no cálculo será a vigente na data da recomposição equilíbrio econômico-financeiro*

Assim, a partir de uma estimativa inicial do custo de capital ponderado do negócio, de uma estimativa para a TJLP e de uma estimativa para a taxa de inflação, é possível estabelecer o valor da constante inserida na fórmula paramétrica (no caso acima, 8%). Assim é possível garantir que a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal seja atualizada periodicamente apenas de acordo com a variação da TJLP e da meta de inflação, tornando desnecessária a redefinição periódica da metodologia de cálculo do custo de capital ponderado do negócio e, com isso, reduzindo as incertezas associadas às discricionariedades existentes na escolha da metodologia. A fórmula paramétrica acima representa os juros reais, conforme a equação de Fisher:<sup>[10]</sup>

$$1 + \text{juros real} = \frac{1 + \text{juros nominal}}{1 + \text{inflação}} \quad \text{ou} \quad \text{juros real} = \frac{1 + \text{juros nominal}}{1 + \text{inflação}} - 1$$

Neste contexto, como forma de reduzir a insegurança jurídica e aumentar a previsibilidade, esta área técnica propôs, durante a 1ª RPC dos Aeroportos

<sup>9</sup> Os Contratos de Parceria Público-Privadas da Arena Fonte Nova e do Hospital do Subúrbio, ambos do Estado da Bahia, também preveem que a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal sejam calculados de acordo com uma fórmula paramétrica análoga a do Contrato de Concessão da ANTT (ver <https://www.sefaz.ba.gov.br/administracao/ppp/>).

de Brasília, Guarulhos e Viracopos, por meio da Nota Técnica N° 44(SEI)/2017/GERE/SRA, que a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal fosse calculada por meio de uma fórmula paramétrica análoga àquela adotada no exemplo do Contrato de Concessão da ANTT apresentado acima, embora com algumas alterações que serão discutidas abaixo.

#### **4.4 Fórmula Paramétrica utilizada na 1ª RPC de Brasília, Guarulhos e Viracopos**

Durante o processo da 1ª RPC de Brasília, Guarulhos e Viracopos, esta área técnica sugeriu algumas alterações na metodologia paramétrica utilizada pela ANTT. A última taxa de desconto de fluxo de caixa marginal publicada pela ANAC antes da 1ª RPC de Brasília, Guarulhos e Viracopos foi aquela constante dos Anexos 5 dos Contratos de Concessão dos aeroportos de Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre. Segundo estes Anexos, "*na ocorrência de eventos relacionados aos riscos alocados ao poder concedente antes da primeira RPC, a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal será igual a 8,5%*". Assim, com vistas manter a estabilidade regulatória, foi sugerido que a constante da fórmula paramétrica fosse estabelecida a partir da taxa de desconto de 8,5%.<sup>[11]</sup>

Conforme apontado na Nota Técnica n° 44(SEI)/2017/GERE/SRA, a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal é calculada para representar a taxa interna de retorno (TIR) de um fluxo de caixa, ou seja, por definição, a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal é uma taxa fixa para todo o período do fluxo de caixa, portanto, sua estimativa não pode considerar apenas a conjuntura econômica do momento do cálculo. Assim, diferentemente do modelo de Contrato de Concessão da ANTT, e também considerando que a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal deve ser constante no período compreendido entre cada RPC, as variáveis de entrada da fórmula paramétrica utilizada pela ANAC na 1ª RPC dos Aeroportos de Brasília, Guarulhos e Viracopos foram estimadas considerando um período de tempo maior do que simplesmente aqueles vigentes em uma data específica. Tendo em vista que as RPC são realizadas com periodicidade quinquenal, foram consideradas as informações dos cinco anos anteriores à realização do cálculo para estimar as variáveis de entrada da fórmula.

Além disso, em vez de se utilizar a TJLP, a área técnica entendeu como preferível a utilização da taxa SELIC devido à tendência de redução do uso da TJLP nos projetos de infraestrutura. Uma evidência desta tendência é a publicação da Lei n° 13.483, de 21 de setembro de 2017, que institui a Taxa de Longo Prazo - TLP, e dá outras providências. Note que utilizar a SELIC não implica em assumir a hipótese de que o custo de capital de terceiros é igual à SELIC. A motivação para o uso da SELIC reside na hipótese de que esta taxa possui alta correlação com o custo de capital de terceiros.

Assim, a fórmula paramétrica do Contrato de Concessão das Rodovias Federais da ANTT - BR 116/BA foi adaptada e reescrita da seguinte forma:

$$\left( \frac{1 + SELIC + \alpha}{1 + \pi} \right) - 1 = 8,5\% \rightarrow \alpha = (8,5\% + 1) \times (1 + \pi) - 1 - SELIC$$

Note que é necessário estimar os valores da SELIC e da inflação anual para encontrar o valor da constante  $\alpha$ , para que em seguida seja possível atualizar o

valor da Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal. O parâmetro utilizado para estimar a SELIC foi a média aritmética do período compreendido entre junho de 2010 e maio de 2015 da série "Selic acumulada no mês anualizada",<sup>[12]</sup> que apresenta periodicidade mensal. O propósito da escolha dessas datas foi considerar os cinco anos anteriores à elaboração da Nota Técnica Conjunta nº 05/2015/STN/SEAE/MF, publicada em maio de 2015. O valor médio da SELIC foi de 10,11% a.a, conforme pode ser consultado no Anexo - Memória de cálculo (SEI, Nº 0807649), inserido no Processo SEI nº 00058.513621/2017-40.

Para a estimativa da inflação, foi utilizada a média aritmética da variação percentual anual do IPCA, com a mesma periodicidade e o mesmo intervalo considerados para estimar a SELIC. O valor estimado foi de 6,16% a.a. Com base nessas estimativas, foi possível encontrar uma constante igual a 5,07%:

$$\alpha = (8,5\% + 1) \times (1 + 6,16\%) - 1 - 10,11\% = 5,07\%$$

Finalmente, para estimar o valor da Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal, a área técnica repetiu os cálculos das médias aritméticas da SELIC e da variação percentual anual do IPCA para os cinco anos anteriores ao mês da data de conclusão da Nota Técnica nº 44(SEI)/2017/GERE/SRA. Assim, para a 1ª RPC dos Aeroportos de Brasília, Guarulhos e Viracopos, calcularam-se as médias considerando o período compreendido entre maio de 2012 e abril de 2017, e estimaram-se os valores de 11,16% e 7,08% para a SELIC e para a variação percentual anual do IPCA, respectivamente. Substituindo estes valores na fórmula, obteve-se a taxa de desconto de 8,55 para a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal:

$$\left( \frac{1 + SELIC + 5,07\%}{1 + \pi} \right) - 1 = \left( \frac{1 + 11,16\% + 5,07\%}{1 + 7,08\%} \right) - 1 = 8,55\%$$

#### **4.5 Proposta de metodologia de cálculo da Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal**

Para a 1ª Revisão dos Parâmetros de Concessão do Aeroporto de Confins e do Galeão e a 2ª Revisão dos Parâmetros de Concessão do Aeroporto de São Gonçalo do Amarante, por questões de estabilidade regulatória, redução de insegurança jurídica e previsibilidade, essa área técnica propõe que o cálculo da taxa de desconto do fluxo de caixa marginal seja realizado de acordo com a fórmula paramétrica utilizada na 1ª RPC dos Aeroportos de Brasília, Guarulhos e Viracopos, mantendo-se também o valor da constante  $\alpha$  igual a 5,07%.

Além disso, exatamente como realizado na 1ª RPC de Brasília, Guarulhos e Viracopos, foram calculadas as médias aritméticas da SELIC e da variação percentual anual do IPCA para os cinco anos anteriores ao mês da data de conclusão desta Nota Técnica. Assim, considerando o período compreendido entre maio de 2014 e abril de 2019, as médias aritméticas foram de 10,7% para a SELIC e 6,14% para a variação percentual anual do IPCA. Aplicando estes valores na fórmula paramétrica, temos:

$$\left( \frac{1 + SELIC + 5,07\%}{1 + \pi} \right) - 1 = \left( \frac{1 + 10,7\% + 5,07\%}{1 + 6,14\%} \right) - 1 = 9,08\%$$



Assim, propõe-se que seja estabelecido o valor de 9,08% para a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal dos Aeroportos de Confins, do Galeão e de São Gonçalo do Amarante.

#### **4.6 Considerações finais sobre o impacto da Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal sobre os processos de Revisão Extraordinária já finalizados pela ANAC**

Até o fechamento deste documento, foram aprovados por esta Agência cinco pleitos de Revisão Extraordinária de contratos de concessão de aeroportos: 1ª Revisão Extraordinária do Contrato de Concessão do Aeroporto de Confins, aprovada pela Decisão nº 61, de 19 de abril de 2017, em razão de majoração da alíquota do Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISSQN) para Serviços Aeroportuários dos municípios de Confins e Lagoa Santa; 1ª Revisão Extraordinária do Contrato de Concessão do Aeroporto de Viracopos e 1ª Revisão Extraordinária do Contrato de Concessão do Aeroporto de Guarulhos, aprovadas, respectivamente, pelas Decisões nº 190 e 191, de 22 de dezembro de 2016, ambas em razão da alteração unilateral das tarifas aplicáveis aos serviços de armazenagem e capatazia referentes às cargas importadas em trânsito; 1ª Revisão Extraordinária do Contrato de Concessão do Aeroporto de Brasília, aprovada pela Decisão nº 158, de 11 de outubro de 2018, em razão de alterações unilaterais do Contrato de Concessão – Decisão nº 121/2012; e 1ª Revisão Extraordinária do Contrato de Concessão do Aeroporto de Guarulhos, aprovada pela Decisão nº 159, de 11 de outubro de 2018, em razão de impossibilidade de utilização de áreas comerciais com constrição judicial.

Em todas as decisões, o reequilíbrio foi feito por meio da revisão da contribuição ao sistema. Além disso, com vistas a tornar neutro o impacto da taxa de desconto calculada pela ANAC, procurou-se manter o menor lapso temporal possível entre a ocorrência do desequilíbrio e a sua recomposição.

Por exemplo, o valor presente estimado da perda de receita de Viracopos em razão da alteração unilateral das tarifas aplicáveis aos serviços de armazenagem e capatazia referentes às cargas importadas em trânsito para 2018 é de R\$ 8.539.604,07. Para trazer tal estimativa a valor presente, foi utilizada a taxa de desconto de 6,81%. Conforme pode ser observada na tabela de descontos aplicáveis às contribuições fixas anuais do anexo à Decisão nº 190, de 22 de dezembro de 2016, este valor deverá ser abatido do valor de contribuição fixa devido em 2018 pela Concessionária. Porém, o efeito da taxa de desconto é neutralizado na medida em que a regra de atualização definida pelo §4º do art. 2º da Decisão nº 190/2016 estabelece que o valor de R\$ 8.539.604,07 deverá ser atualizado pela taxa de desconto do fluxo de caixa marginal de 6,81% acumulado entre abril de 2016 e o mês anterior ao do pagamento da contribuição fixa devida em 2018.

De forma intuitiva, o que está por trás dessa neutralidade da taxa de desconto é o fato de que a área técnica tem proposto que o desequilíbrio gerado em determinado período seja compensado no mesmo período. Não há motivos técnicos para mudança de posicionamento quanto à forma de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por parte desta Agência, o que fornece um sinal para o mercado de que existe uma tendência de neutralização de eventuais impactos decorrentes de um cálculo de Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal que seja percebido como

diferente daquele que retrataria de forma mais acurada o custo de capital médio ponderado marginal da Concessionária.

## **AUDIÊNCIA PÚBLICA**

A quem possa interessar, está aberto o convite para participar do processo de audiência pública, por meio da apresentação por escrito à ANAC de comentários que incluam dados, sugestões e pontos de vista, com as respectivas argumentações. Os comentários referentes a impactos pertinentes que possam resultar da proposta contida nesta audiência pública serão bem-vindos.

Os interessados devem enviar os comentários por via postal, conforme endereço informado no item Contato, ou via eletrônica, usando o formulário eletrônico próprio disponível no endereço eletrônico: <https://www.anac.gov.br/participacao-social/audiencias-e-consultas-publicas/audiencias-em-andamento/audiencias-publicas-em-andamento>.

Todos os comentários recebidos dentro do prazo desta audiência pública serão analisados pela ANAC.

## **CONTATO**

Para informações adicionais a respeito desta audiência pública, contatar:

Agência Nacional de Aviação Civil – ANAC

Superintendência de Regulação Econômica de Aeroportos – SRA

Gerência de Regulação Econômica – GERE

SCS, Quadra 09, Lote C, Ed. Parque Cidade Corporate, Torre A, 5º Andar, Asa Sul

CEP 70308-200 – Brasília/DF