



# **AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL**

## **RELATÓRIO DE ANÁLISE DE CONTRIBUIÇÕES**

### **AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 11/2017**

**Resolução que trata da 1ª Revisão dos Parâmetros da  
Concessão - RPC dos Aeroportos Internacionais de  
Guarulhos, Viracopos e Brasília, no que tange à  
determinação das taxas de desconto dos fluxos de  
caixa marginais dos respectivos Contratos.**



## I – INTRODUÇÃO

De acordo com o Aviso de Audiência Pública nº 11/2017, publicado no Diário Oficial da União de 11 de agosto de 2017, seção 3, página 138, a Diretoria Colegiada desta Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC), conforme deliberado na 15ª Reunião Deliberativa, realizada em 8 de agosto de 2017, resolveu submeter a audiência pública minuta de Resolução que trata da *1ª Revisão dos Parâmetros da Concessão - RPC dos Aeroportos Internacionais de Brasília, Campinas e Guarulhos, no que tange à determinação das taxas de desconto dos fluxos de caixa marginais dos respectivos Contratos.*

O referido documento foi colocado à disposição do público no sítio desta Agência na rede mundial de computadores por meio do endereço eletrônico <http://www.anac.gov.br/participacao-social/audiencias-e-consultas-publicas>.

As contribuições foram encaminhadas a esta Agência por meio de formulário próprio disponível no sítio acima indicado até as 18 horas do dia 11 de setembro de 2017.

Conforme disposto no Decreto nº 5.731, de 20 de março de 2003, a audiência pública deve cumprir os seguintes objetivos:

- I. recolher subsídios para o processo decisório da ANAC;*
- II. assegurar aos agentes e usuários dos respectivos serviços o encaminhamento de seus pleitos e sugestões;*
- III. identificar, da forma mais ampla possível, os aspectos relevantes da matéria objeto da audiência pública; e*
- IV. dar publicidade à ação regulatória da ANAC.*

A seção I deste Relatório de Análise de Contribuições contempla a apresentação e apreciação das manifestações recebidas por meio de formulário no site da ANAC.

## I – ANÁLISE DAS CONTRIBUIÇÕES

|   |
|---|
| <b>DADOS DO COLABORADOR</b>   |
| <b>Nome:</b> Valci Pereira de Souza Coordenação-Geral de Transportes, Infraestrutura Urbana e Recursos Naturais   |
| <b>Organização:</b> Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda   |
| <b>TRECHO DA MINUTA A DISCUTIR OU ASPECTO NÃO PREVISTO QUE SE PROPÕE ABORDAR</b>  |
| <p>i. A agência considere manter a metodologia de WACC para o cálculo da taxa de desconto para FCM no âmbito das RPCs; e</p> <p>ii. Se a agência entender necessárias algumas adaptações à metodologia de WACC, como o período amostral das variáveis estruturais e de conjuntura, que sejam propostas alterações, conforme a ANTT fez com o uso da simulação de Monte Carlo.</p>   |
| <b>JUSTIFICATIVA</b>  |
| <p>No que tange à metodologia proposta para a taxa de desconto do FCM, convém explicitar algumas ponderações. Deve-se ressaltar que, a despeito de a Anac argumentar que a metodologia do custo médio ponderado de capital (Weighted Average Cost Of Capital – WACC) para o cálculo da taxa de desconto para o FCM dos aeroportos traz insegurança jurídica e incertezas futuras, a metodologia proposta no material disposto na presente audiência pública leva em conta uma metodologia da ANTT que não é mais usada por esta agência. A Resolução ANTT nº 4.903, de 21 de outubro de 2015, atualiza a Resolução ANTT nº 4.075, de 03 de abril de 2013, e revisa a metodologia para cálculo da taxa de retorno do FCM pelo WACC utilizando simulação de Monte Carlo.</p> <p>Além disso, o cálculo do valor constante (<math>\alpha</math>) na fórmula paramétrica proposta para a RPC ora analisado é feito com base justamente numa taxa de desconto calculada por meio do próprio WACC, conforme estimativa apresentada na Nota Técnica Conjunta nº 05/2015/STN/SEAE/MF, para a última rodada de concessão de aeroportos (8,5%). Ou seja, no limite a metodologia proposta pela Anac tem como um dos seus componentes o próprio WACC. Logo a insegurança jurídica pode não ser afastada</p> |

como sugerido, além de comprometer a uniformidade regulatória para o cálculo das taxas de desconto de FCM no setor de aeroportos o no de infraestrutura como um todo. Por fim, apesar do argumento de insegurança jurídica e da pouca previsibilidade manifestada pelos interessados com o uso da WACC, a Seae entende que esse se mostra mais aderente para o cálculo da taxa de desconto para FCM, pois segue mesma lógica do que foi utilizado nos Estudos de Viabilidade Técnica Econômica e Ambiental (EVTEAs) dos próprios leilões de aeroportos; logo, não seria algo novo para o mercado. Segundo a própria agência defende, trata-se de práticas regulatórias amplamente difundidas e consagradas na literatura. Aliado a este fato, a própria ANTT vem usando a metodologia de WACC para o cálculo da taxa de desconto para FCM, conforme as resoluções citadas acima. Se a Anac entender necessárias algumas adaptações à metodologia de WACC, como o período amostral das variáveis estruturais e de conjuntura, cabe à própria agência propor essas alterações, conforme a ANTT fez ao propor o uso da simulação de Monte Carlo.

#### **RESPOSTA DA ANAC**

A ANAC agradece a contribuição e presta os seguintes esclarecimentos:

i) De fato, as taxas utilizadas para descontar os fluxos de caixa dos estudos de viabilidade prévios aos leilões de concessão dos aeroportos de São Gonçalo do Amarante, Guarulhos, Viracopos, Brasília, Galeão, Confins, Florianópolis, Porto Alegre, Salvador e Fortaleza foram estabelecidas por Notas conjuntas das Secretarias do Tesouro Nacional e de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda por meio de metodologia que considerou o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) em combinação com o Capital Asset Pricing Model (CAPM).

A seção “Percepção de Risco” da Justificativa da proposta em análise apresenta os valores das taxas das duas últimas rodadas de Concessão e as mudanças metodológicas que resultaram na alteração dos valores. A taxa estabelecida para descontar os fluxos de caixa dos estudos de viabilidade prévios aos leilões de concessão dos aeroportos de Galeão e Confins foi de 6,63% a.a. Por sua vez, os estudos dos aeroportos de Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre consideraram uma taxa de 8,5% a.a. Conforme mencionado na Justificativa, “a princípio, poder-se-ia pensar que a taxa calculada pelo Ministério da Fazenda aumentou como reflexo da deterioração das variáveis

macroeconômicas verificada nos últimos anos. Contudo, como a maior parte das estimativas dos parâmetros consideram informações de 1995 até maio de 2015, os efeitos da recente crise tiveram impacto muito pequeno no cálculo do percentual final. Os maiores impactos da diferença se devem ao aumento do marco inicial da amostra da série de Prêmio de Risco Brasil e da mudança de medida para o cálculo do custo de capital de terceiros.”.

A Nota Técnica Conjunta nº 05/2015/STN/SEAE/MF argumenta que o termo inicial do Prêmio de Risco Brasil foi alterado para se equiparar aos termos iniciais dos demais parâmetros, quais sejam, a taxa livre de risco (medido pela média da remuneração de títulos do Tesouro Americano), o prêmio de risco de mercado (medido com base no índice Standard & Poor’s 500 e na remuneração de títulos do Tesouro Americano) e a taxa de inflação americana. Porém, a Nota Técnica em questão não explica por que seria desejável estimar a variável Prêmio de Risco Brasil com base em amostra que tenha o mesmo termo inicial que as variáveis referentes ao mercado americano.

Por outro lado, a série de Prêmio de Risco Brasil passou a se comportar de forma estruturalmente distinta após a primeira metade da década passada, de forma que utilizar uma amostra cujo termo inicial date de meados da década de 1990 tenderia a resultar em uma estimativa superestimada.

No entender desta área técnica, o fato acima narrado, associado ao fato de que não existe consenso quanto às melhores formas para os cálculos dos parâmetros, explicam por que seguir a mesma lógica do que foi utilizado nos Estudos de Viabilidade Técnica Econômica e Ambiental dos leilões de aeroportos não reduz as incertezas associadas a metodologias de cálculo que envolvam maior discricionariedade.

ii) A sugestão de adaptar a “metodologia de WACC, como o período amostral das variáveis estruturais e de conjuntura” é exatamente o que se procura evitar ao se estabelecer uma fórmula paramétrica. Assim é possível que a Taxa de Desconto do Fluxo de Caixa Marginal seja atualizada periodicamente apenas de acordo com a variação da SELIC e do IPCA, 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.

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.