

AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL

RELATÓRIO DE ANÁLISE DE CONTRIBUIÇÕES

AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 16/2019

**Resolução que trata da 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, 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 16/2019, publicado no Diário Oficial da União de 15 de agosto de 2019, Seção 3, página 85, e retificado no DOU de 16 de agosto de 2019, Seção 3, página 98, a Diretoria Colegiada desta Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC), conforme deliberado na 13ª Reunião Deliberativa, realizada em 30 de julho de 2019, resolveu submeter a audiência pública minuta de Resolução que trata da *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, no que tange à determinação das taxas de desconto dos fluxos de caixa marginais dos respectivos Contratos a ser aplicada de 2020 a 2024.*

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 até o dia 16 de setembro de 2019.

Conforme disposto no Decreto nº 5.731, de 20 de março de 2006, 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.*

O Relatório de Análise de Contribuições contempla a apresentação e apreciação das manifestações recebidas pela ANAC.

II – ANÁLISE DAS CONTRIBUIÇÕES

Foram recebidas contribuições dos aeroportos de Confins, de Galeão e da Secretaria de Advocacia da Concorrência e Produtividade – SEAE do Ministério da Economia. As contribuições foram resumidas nos quadros abaixo, sendo que os textos integrais estão disponíveis em arquivos juntados ao processo eletrônico.

NOME DO CONTRIBUINTE
Concessionária do Aeroporto Internacional de Confins S.A.
RESUMO DA CONTRIBUIÇÃO
Alteração do número da Resolução a ser alterada referenciada na minuta. Devido à publicação da Resolução nº 528 de 28 de agosto de 2019, que revoga a Resolução nº 355, de 17 de março de 2015, faz-se necessário alterar as referências à antiga Resolução pelas da nova Resolução.
RESPOSTA DA ANAC
A ANAC agradece a contribuição e informa que a sugestão será acatada. No início da presente RPC, a Resolução nº 355, de 17 de março de 2015, ainda estava em vigor. A partir da publicação da Resolução nº 528, de 28 de agosto de 2019, com consequente revogação da Resolução nº 355, passam a valer as novas referências.

NOME DO CONTRIBUINTE
Concessionária do Aeroporto Internacional do Rio de Janeiro/Galeão - Antônio Carlos Jobim.
RESUMO DA CONTRIBUIÇÃO

A Concessionária encaminha as suas considerações referentes à Audiência Pública nº 16 de 2019 no documento em anexo (SEI 3521162), detalhando os argumentos defendidos na etapa de consulta prévia à RPC (SEI 2662110).

Na etapa da consulta prévia, a Concessionária apresentou a seguinte contribuição:

“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.

Além disso, tendo conhecimento da intenção desta d. Agência de seguir com a fórmula paramétrica utilizada na ‘Primeira Revisão dos Parâmetros da Concessão dos Aeroportos de Brasília, Campinas e Guarulhos - Proposta de Resolução que dispõe sobre as taxas de desconto dos fluxos de caixa marginais dos respectivos Contratos.’, a Concessionária entende que 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.”

Durante o processo de audiência pública, a Concessionária apresentou a seguinte contribuição:

“[...] a proposta da Agência de manter a WACC dos estudos de Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre, ajustando somente os parâmetros de inflação e juros, contraria a essência da própria RPC. Isso porque, como o próprio nome denota, a RPC consiste na revisão ordinária do contrato de concessão, a qual tem por objeto discutir, de tempos em tempos, os parâmetros de eficiência previstos originalmente no contrato, buscando a retomada periódica de seu equilíbrio.

[...]

Dessa forma, a Concessionária entende que a WACC base deverá ser periodicamente recalculada, em linha com as boas práticas da matemática financeira [...].

[...]

No que tange ao Risco Brasil, entende-se que a metodologia sugerida pela ANAC não reflete as melhores práticas de matemática financeira [...]. Em verdade, a ANAC acaba por adotar premissas diferentes da própria modelagem inicial da concessão ao retroceder o horizonte temporal para momento anterior ao período tomado como referência.

Para o cálculo da taxa de desconto da 1ª rodada de concessões foi utilizada na época a média aritmética do prêmio de risco obtido por meio do indicador [...] EMBI+Br, entre janeiro/2004 e dezembro/2013, resultando em 2,75. A ANAC justificou a escolha de tal horizonte temporal pela existência de uma quebra estrutural na série a partir do final de 2003, na página 12 da ‘Memória de Cálculo – Metodologia para o Cálculo da Taxa de Desconto’, ao escrever: ‘Houve uma queda brusca do risco país no final de 2003, e a série se manteve em um patamar muito inferior ao período anterior.’

A taxa de desconto passou a ser calculada, a partir da rodada de concessões que inclui os aeroportos de Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre, com base na metodologia descrita na Nota Técnica nº 64 STN/SEAE/MF, de 17 de maio de 2007. Ficou então determinado que o prêmio de risco Brasil utilizado seria a mediana de um horizonte temporal de janeiro/1995 até abril/2015, resultando em 4,18%.

[...]

A tendência futura desse indicador mostra uma estabilidade resiliente e uma baixa probabilidade que este parâmetro atinja novamente os patamares de risco do período [de 1995 a 2003], o que inviabiliza sua aplicabilidade no cálculo do WACC para fins de manutenção do equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão em relação a eventos que irão ocorrer no próximo quinquênio.

[...] as memórias de cálculo [presentes na íntegra da contribuição] mostram a sensibilidade da mudança no horizonte temporal na taxa, comparando a Metodologia Atual versus a Metodologia Antiga, atingindo uma WACC de 8,50% versus 7,39%, respectivamente.

[...]

Ainda no que tange ao alongamento do horizonte temporal, é necessário voltar ao argumento de quebra estrutural na série de dados. Em 2013, a Agência considerava tal característica da série temporal como suficiente para sustentar a exclusão do período anterior a 2004. A nova metodologia adotada, por sua vez, segue na direção contrária.

[...]

Diante do exposto, uma vez que não se identifica uma justificativa metodológica robusta para utilização do período anterior a 2004, fase de alta instabilidade do risco país, associada a diversas crises nacionais e internacionais já superadas, e, portanto a um cenário de risco diverso do período de concepção das concessões aeroportuárias e de projeções futuras, sugere-se que seja mantida a utilização do Prêmio Risco Brasil de 2,75%.

[...]

No que tange à metodologia da Taxa Preferencial Brasileira (TPB), ressalta-se que em dezembro de 2018 houve uma atualização da metodologia adotada pelo Banco Central.

Por outro lado, na proposta apresentada pela Agência, o *spread* de Risco de crédito foi atualizado de 4,05% para 5,3%, baseada na TPB do Relatório de Economia Bancária e Crédito do Banco Central, utilizando a média de todo intervalo disponível no relatório até a data de publicação da Nota Técnica Conjunta nº 05/2015/STN/SEAE/MF, ou seja, de 2007 a 2013.

[...]

Adicionalmente, [...] ao extrair-se os dados brutos da TPB (na metodologia antiga) e a SELIC mensais efetivas da base de dados do Banco Central, na data de 05 de setembro de 2019, [...] obteve-se o *spread* médio de 4,4653%, abaixo dos 5,3% citados.

[...]

Dessa forma, solicita-se que seja utilizada a nova metodologia da TPB para o Risco de Crédito, refletindo a metodologia atual utilizada pelo Banco Central, e que seja compartilhada a base de dados utilizada para entendimento da divergência observada entre o *spread* médio calculado (4,47%) e o usado na RPC (5,3%), refletindo as melhores informações disponíveis no momento da RPC.

[...]

Em conclusão, a Concessionária entende que a utilização de uma WACC base para a aplicação da fórmula, apesar de contribuir para promover maior agilidade e previsibilidade para definição da taxa de desconto, a mesma não se coaduna com as melhores práticas da matemática financeira nem reflete o cenário macroeconômico relevante para o quinquênio analisado. Qualquer divergência destas duas diretrizes não atende ao objetivo central da RPC que é o de ‘encontrar uma taxa que reflita o custo de oportunidade do capital marginal quando da ocorrência do evento que desequilibra a equação econômico-financeira do contrato’, como ocorre na proposta inicial desta RPC.

Isto porque a proposta apresentada pela Agência vale-se de premissas que não refletem o custo de captação de recursos ou o cenário de risco do período adequado para o projeto, tais quais (i) o aumento indevido do risco Brasil (EMBI+Br); e (ii) a não utilização da nova metodologia atualizada pelo Banco Central para cálculo da TPB.

No primeiro caso, retroceder o horizonte temporal para o período não considerado na modelagem não é apenas inadequado do ponto de vista metodológico, uma vez que incorpora indevidamente ao custo de capital parâmetros de um período com alta volatilidade e oscilação do risco país, mas também acaba por desconsiderar as próprias condições originais da modelagem econômico-financeira da concessão. No segundo caso, observa-se a possibilidade de atualização das

melhores informações disponíveis no momento da realização da RPC, seguindo as alterações implementadas pelo Banco Central, e solicita-se a conferência da base de dados utilizada.

Dessa forma, propõe-se, nesta RPC, minimamente ajustar estes dois parâmetros no cálculo da WACC base para aplicação da fórmula paramétrica proposta, refletindo o cenário macroeconômico aderente à manutenção do equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão em relação aos eventos que irão ocorrer no próximo quinquênio.

Mantendo a WACC dos estudos de Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre como base e ajustando somente os parâmetros de inflação e juros, a ANAC traz um risco econômico-financeiro indevido, refletindo cenários macroeconômicos diversos e aumentando a insegurança jurídica nos períodos futuros do projeto, em total oposição ao seu objetivo de incrementar a segurança jurídica e a previsibilidade.”

RESPOSTA DA ANAC

A ANAC agradece a contribuição e presta o seguinte esclarecimento.

Em suma, a Concessionária sugere que a ANAC utilize a fórmula paramétrica, desde que recalcule a constante α , obtida a partir de estimativa inicial do custo de capital ponderado do negócio, e das estimativas para as taxas de juros e de inflação.

Dado que a colaboradora não apresenta óbices às estimativas realizadas para as duas últimas variáveis, entende-se que a proposta seria a revisão da estimativa inicial do custo de capital ponderado do negócio, qual seja, aquele utilizado nos Estudos de Viabilidade do processo licitatório dos aeroportos de Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre (WACC em conjunto com o CAPM).

Isso posto, a revisão proposta pela Concessionária envolveria a incorporação das seguintes sugestões ao componente do cálculo do custo de capital de terceiros do WACC: i) manter o Prêmio Risco Brasil em 2,75%; e ii) utilizar a nova metodologia de dezembro de 2018 do Banco Central para o cálculo da Taxa Preferencial Brasileira (TPB).

Na prática, a proposta da Concessionária requer um novo cálculo de um WACC em conjunto com o CAPM que incorpore suas sugestões, sendo que a Concessionária indica esperar que essas alterações resultem em uma Taxa de Desconto próxima a 7,4%.

Entretanto, o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) em combinação com o Capital Asset Pricing Model (CAPM) requer a adoção de diversos parâmetros, e não somente o prêmio de risco e a taxa preferencial brasileira, sendo que para cada um deles é necessária a adoção de uma escolha dentre várias possíveis para os critérios de cálculo. Tais critérios poderiam ser definidos de diversas formas, sem que exista uma metodologia que possa ser considerada superior ou consensual, levando a um alto grau de discricionariedade do responsável pelo cálculo. Conforme exposto na Justificativa levada à Audiência Pública “*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):*”[7]

“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).”

Ao propor a consolidação da fórmula paramétrica, a Agência pretende, exatamente, afastar a sua discricionariedade na definição da taxa de desconto. Durante a 1ª RPC dos Aeroportos de Brasília, Guarulhos e Viracopos foi realizada a atualização da taxa de desconto de 8,5%, definida em 2015 pelo Ministério da Fazenda, em função da variação da SELIC e do IPCA, levando à definição da constante α em 5,07% e, conseqüentemente, da taxa de desconto da 1ª RPC de Brasília, Guarulhos e Viracopos em 8,55%. A partir de então, os ajustes para a redefinição da taxa de desconto

deparariam apenas da taxa do SELIC, relacionada ao custo de capital de terceiros, e do histórico do IPCA, conferindo maior previsibilidade às definições futuras das taxas de desconto.

A fórmula paramétrica proposta pela Agência, introduzida durante a 1ª RPC dos Aeroportos de Brasília, Guarulhos e Viracopos, por meio da Nota Técnica Nº 44(SEI)/2017/GERE/SRA, pode ser escrita da seguinte forma:

$$\frac{(1 + SELIC + \alpha)}{1 + \pi} = 1 + taxa\ de\ desconto$$

Com a fórmula paramétrica, mantendo o valor da constante α em 5,07%, as variáveis de entrada da taxa de desconto são apenas a SELIC e a inflação, obtemos, para a 1ª RPC dos aeroportos de Confins, Galeão e para a 2ª RPC do ASGA, a taxa de desconto de 9,08%. Alterar a constante α pelos motivos propostos pela Concessionária iria de encontro à proposta metodológica da fórmula paramétrica, que é gerar estabilidade regulatória, redução de insegurança jurídica e previsibilidade.

Note-se, ainda, que este valor é condizente com o calculado pelo Ministério da Fazenda para a licitação da 5ª rodada de concessões de aeroportos, cujo leilão ocorreu em março 2019 e adotou a taxa de desconto de 8,86%.

O valor é condizente, ainda, com o calculado pelo Ministério da Economia para a licitação da 6ª rodada de concessões de aeroportos, prevista para 2020, que prevê taxa de desconto entre 7,23% e 9,36%, a depender da incerteza avaliada para os blocos a serem concedidos (Nota Conjunta SEI nº 5/2019/STN/SPE/FAZENDA-ME).

Sendo assim, a contribuição não será acatada.

Quanto à solicitação de disponibilização da base de dados utilizada pela Nota Conjunta nº 05/2015/STN/SEAE/MF, informamos que a íntegra da Nota está disponibilizada na pesquisa pública de documentos da ANAC, SEI 3066875, e remete, no que tange à definição do spread de risco de crédito, à Taxa Preferencial Brasileira constante no “Relatório de Economia Bancária e Crédito”, publicado pelo Banco Central do Brasil, tomada no período de 2007 a 2013.

NOME DO CONTRIBUINTE

Secretaria de Advocacia da Concorrência e Produtividade – Ministério da Economia.

RESUMO DA CONTRIBUIÇÃO

A SEAE encaminhou as suas considerações referentes a Audiência Pública nº 16/2019 no documento em anexo (SEI 3543241), cujos principais trechos são reproduzidos a seguir.

“4. Para determinar [a taxa de desconto do fluxo de caixa marginal], uma das metodologias mais utilizadas mundialmente – e que a própria Anac reconhece como um modelo que “leva em consideração práticas regulatórias difundidas” – é a do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC, da sigla em inglês) combinada com o Capital Asset Pricing Model (CAPM) para definição do custo de capital próprio, de forma a que taxa a ser definida reflita o custo de oportunidade do capital e os riscos do projeto. Tal metodologia foi empregada, por exemplo, nos Estudos de Viabilidade Técnica, Econômica e Ambiental (EVTEA), a partir do cálculo realizado pelo então Ministério da Fazenda, que resultou nos próprios leilões dos aeroportos.

5. Apesar dos argumentos expostos acima, a agência entende que a metodologia WACC em conjunto 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 podem ser feitas de diversas formas, sem que exista uma metodologia que possa ser considerada melhor, o que exige que as escolhas do regulador sejam discricionárias’ (grifos nossos), o que traria uma eventual insegurança jurídica quanto à definição da taxa de desconto a ser utilizada em um procedimento de reequilíbrio contratual.

[...]

7. Por outro lado, a agência propõe novamente a aplicação de fórmula paramétrica para definição da taxa de desconto, a exemplo do proposto na Audiência Pública Anac nº 11/2017, quando se tratou da primeira RPC dos aeroportos internacionais de Brasília/DF, Campinas/SP e Guarulhos/SP, no que tange à determinação das taxas de desconto dos fluxos de caixa marginais dos respectivos contratos. Na

ocasião, a Anac propôs a adoção de uma fórmula paramétrica análoga – mas com algumas alterações – ao que, segundo a Anac, seria então adotada no contrato de concessão de rodovias pela Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) para a BR 116/BA: trecho Feira de Santana – Divisa BA/MG e BR/324/BA: trecho Salvador – Feira de Santana. Os argumentos da agência foram os seguintes:

- A última taxa de desconto estimada pela Anac para aplicação em eventual FCM foi de 8,5%, constante dos anexos aos contratos de concessão dos aeroportos de Florianópolis/SC, Fortaleza/CE, Porto Alegre/RS e Salvador/BA;
- Para manter a estabilidade regulatória, a Anac escolheu que a constante da fórmula paramétrica (α) fosse estabelecida a partir da taxa de desconto 8,5%;
- Foram consideradas as informações de cinco anos anteriores à realização do cálculo, dada a periodicidade quinquenal da RPC;
- Diferentemente da ANTT, que usaria a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) como entrada em sua fórmula paramétrica, a Anac escolheu utilizar a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), o que se deveu a, segundo a agência, haver uma tendência de redução de uso da TJLP em projetos de infraestrutura;
- A Anac decidiu utilizar a média aritmética de cinco anos para definir o valor da Selic e da inflação anual (medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA) a ser utilizado para definição da constante.

[...]

9. Naquela audiência pública, então, chegou-se ao valor de 5,07% para a constante α . Reaplicando-se o valor da constante à fórmula, chegou a uma taxa de desconto na RPC de 8,55%.

10. Na audiência pública ora analisada, a Anac sugere a utilização da mesma fórmula paramétrica, escolhendo manter a constante de 5,07%, atualizando as taxas Selic e de inflação anual para o período de maio de 2014 a abril de 2019 apenas para aplicação na fórmula. [...]

[...]

11. Dessa forma, mantendo-se a constante em 5,07% e aplicando-se os valores de Selic e IPCA à fórmula, chegou-se ao valor de 9,08% para a taxa de desconto proposta na RPC ora analisada.

12. Como pode ser visto acima, a argumentação de que a utilização de fórmula paramétrica reduziria as escolhas discricionárias e eventual insegurança jurídica que isso implica não se sustenta. Os próprios valores utilizados na fórmula são oriundos de escolhas feitas pela agência. Ademais, o valor que serviu como base para definição da constante é oriundo da metodologia WACC em conjunto com o CAPM. Nesse sentido, veja-se trecho do Parecer Analítico sobre Regras Regulatórias nº 254 /COGTR/SEAE/MF, de 11 de setembro de 2017:

18. Além disso, o cálculo do valor constante (a) 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 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.

19. 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.

[...]

13. Com relação a metodologia para definição da taxa de desconto, cabe destacar que o então Ministério da Fazenda publicou, ao final do ano de 2018, nova a “Metodologia de Cálculo do WACC 2018” e teve por objetivo delinear diretrizes metodológicas propositivas para estimativas de taxas de desconto que poderão ser utilizadas nos cálculos de valoração do benefício econômico vinculado à concessão de ativos de infraestrutura do governo federal à iniciativa privada, aplicada inicialmente para o caso de aeroportos, ferrovias, rodovias, terminais portuários e para as concessões de geração de energia elétrica que não forem prorrogadas.

14. Nesse contexto, a proposta de nova metodologia pautou-se na clareza, na previsibilidade e na transparência como pilares da metodologia de cálculo da taxa de desconto, de forma que os agentes interessados possam replicar os cálculos e avaliá-lo com facilidade. Assim, essa metodologia de cálculo, além de descrever as premissas e considerações técnicas utilizadas para obtenção de dados e cálculo dos parâmetros, apresentou um manual indicando todas as fontes de informação e fórmulas utilizadas.

[...]

16. Por fim, cabe ressaltar que essa nova metodologia será empregada para o cálculo das taxas de desconto para a valoração do benefício econômico vinculado à concessão de ativos de infraestrutura do governo federal à iniciativa privada, inclusive para as concessões de aeroportos [...].

[...]

22. Ante o exposto, no âmbito de suas competências e dado o teor da matéria, a Seae recomenda, para aperfeiçoar a minuta disposta em audiência pública, que a Anac utilize a metodologia WACC em conjunto com o CAPM para definição da taxa de desconto na presente RPC, tendo como referência a metodologia do Ministério da Economia, de forma a manter uma similaridade das metodologias a fim de evitar eventuais discrepâncias nos valores dos componentes que integram

a taxa, e caso entenda necessário, proceda as adaptações necessárias tendo em vista variáveis estruturais e conjunturais.”

RESPOSTA DA ANAC

A ANAC agradece a contribuição e presta os seguintes esclarecimentos quanto aos pontos levantados:

De fato, as taxas utilizadas para descontar os fluxos de caixa dos estudos de viabilidade prévios aos leilões de concessão dos aeroportos 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).

Esta metodologia leva em consideração práticas regulatórias difundidas, porém 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 podem ser feitas de diversas formas, sem que exista uma metodologia que possa ser considerada melhor.

Assim, o que motivou a ANAC a propor e adotar a fórmula paramétrica, em 2017, na 1ª RPC dos aeroportos de Guarulhos, Brasília e Campinas, foi a falta de homogeneidade, ao longo das sucessivas definições de taxa de desconto, nos parâmetros de cálculo. Como exemplo, na licitação dos aeroportos da 3ª rodada (Confins e Galeão), o cálculo resultou em taxa de 6,63% ao ano, enquanto que na licitação da 4ª rodada (Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre), resultou em 8,5%. Conforme apontado na Justificativa da Audiência Pública, o incremento na taxa não se deveu à deterioração de variáveis macroeconômicas, mas à alteração no período de avaliação do prêmio de Risco Brasil e na mudança de medida para o cálculo do custo de capital de terceiros.

Ao introduzir a fórmula paramétrica, a ANAC de fato fez escolhas como as citadas. No entanto, a partir do momento em que a metodologia paramétrica passa a ser estabelecida na 1ª RPC de Brasília, Guarulhos e Viracopos, as taxas de desconto a

serem definidas nas próximas Revisões dos Parâmetros da Concessão (sem prejuízo dos processos de ampla discussão pública), o que inclui os aeroportos objetos desta RPC, passam a ser definidas com menor espaço para discricionariedade do regulador.

Adicionalmente, ressaltamos que possibilidade de reequilíbrio econômico-financeiro por meio de FCM, utilizando fórmulas paramétricas para redefinir a taxa de desconto de modo que não haja espaço para discricionariedade do regulador já foi aplicada em outros setores, como 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. Sendo assim, não é algo novo para o mercado de regulação de infraestrutura.

Assim, por questões de estabilidade regulatória, redução de insegurança jurídica e previsibilidade, essa área técnica mantém a proposta de 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. Em decorrência das alterações da taxa Selic e do IPCA entre 2017 e 2019, a aplicação da fórmula paramétrica resulta, para a presente RPC, no valor de taxa de desconto de 9,08%.

Ressalta-se que a taxa proposta é condizente com a calculada pelo Ministério da Fazenda para a licitação da 5ª rodada de concessões de aeroportos, cujo leilão ocorreu em março 2019 e adotou a taxa de desconto de 8,86%, e com a calculada pelo Ministério da Economia para a licitação da 6ª rodada de concessões de aeroportos, prevista para 2020, que prevê taxa de desconto entre 7,23% e 9,36%, a depender da incerteza avaliada para os blocos a serem concedidos (Nota Conjunta SEI nº 5/2019/STN/SPE/FAZENDA-ME).

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 $TDFCM = (1 + SELIC + 5,07\%)/(1 + \pi) - 1$, 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.