AGÊNCIA NACIONAL DE TRANSPORTES TERRESTRES

VOTO DMV

RELATORIA: Diretoria Marcelo Vinaud

TERMO: Voto à Diretoria Colegiada

NÚMERO: 243/2019

OBJETO: Metodologia para Cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal-WACC

ORIGEM: SUREG

PROCESSO (S): 50501.338298/2018-92

PROPOSIÇÃO PRG: Parecer nº 1390/2019/PF-ANTT/PGF/AGU

ENCAMINHAMENTO: À VOTAÇÃO – DIRETORIA COLEGIADA

---

1. DAS PRELIMINARES

1.1. Trata-se de proposta de atualização trienal da Metodologia para Cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal-WACC a que se refere o artigo 5º da Resolução nº 4.075, de 03 de abril de 2013, publicada no Diário Oficial da União, de 12 de abril de 2013.

2. DOS FATOS

2.1. A discussão do tema iniciou-se com a publicação do Acórdão TCU 2154/2007 – Plenário (Diário Oficial da União de 15/10/2007), que oficiou a ANTT acerca da adequação das taxas de retorno originais para reequilíbrio econômico financeiro dos contratos no caso de inclusão de investimentos não previstos no contrato de concessão.

2.2. Em atendimento à determinação do TCU, a ANTT realizou intensa atividade de análise do equilíbrio econômico-financeiro dos contratos da 1ª etapa do Programa de Concessão de Rodovias Federais, inclusive constituindo grupo de trabalho com o objetivo de realizar estudos a esse respeito, conforme relata a Nota Técnica nº 169/GEROR/SUINF/2010, de 8 de dezembro de 2011, que subsidiou a Audiência Pública nº 112/2010.

2.3. O processo acima culminou na emissão da Nota Técnica nº 155/2009/GEROR/SUINF, de 8 de outubro de 2009, que apresentou perante o TCU, a metodologia a ser aplicada aos contratos de concessão a fim de recompor o equilíbrio contratual, de forma a atender à determinação da Corte de Contas, no sentido de considerar as alterações de ambiente macroeconômico, no que se refere a serviços e investimentos novos. De acordo com a mencionada nota técnica:

> A metodologia proposta consiste basicamente em recompor o equilíbrio contratual, nas hipóteses de inclusão de novos investimentos não previstos na proposta inicial, por meio de um Fluxo de Caixa Marginal, o qual será 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 da recomposição do equilíbrio econômico-financeiro.

2.4. Assim, novos investimentos e serviços não previstos inicialmente no contrato passariam a ser inseridos com base no cenário econômico que lhes deu luz, desde que mantidas as condições de contrato para os investimentos originalmente previstos.

2.5. Nesse sentido, foi realizada no período de 16/04/2012 a 15/05/2012, a Audiência Pública nº 122/2012 para divulgação e coleta de contribuições a respeito da Metodologia para Cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal – WACC, nos termos da Resolução Nº 3.651/2011.

2.6. Na referida Audiência Pública foram disponibilizadas a minuta de Resolução, a Nota Técnica nº 160/GEROR/2011 e a memória de cálculo utilizada que trazia como maior diferencial a adoção do mercado doméstico como referência para todos os indicadores econômico-financeiros utilizados na memória de cálculo.

2.7. Após a análise das contribuições recebidas na fase de participação e controle social, a Resolução nº 4.075/2013 e seus anexos foi publicada em 12 de abril de 2013 na sua versão definitiva.

2.8. Em 2015 foi constatado que devido às alterações macroeconômicas era necessário atualizar o WACC regulatório, pois as condições de financiamento do setor e a percepção de risco do mercado não mais se encontravam aderentes àquelas preconizadas na época da Resolução nº 4.075/2013.

2.9. Assim, foi realizada no período de 23/07/2015 a 28/08/2015, a Audiência Pública nº 007/2015 para divulgação e coleta de contribuições a respeito da Atualização/Revisão da Metodologia para Cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal – WACC Regulatório, nos termos da Resolução nº 3.651/2011.

2.10. Como resultado dessa Audiência Pública, foi compilada a Nota Técnica nº 02/SUEXE/SUREG/2015, de 25 de setembro de 2015, que consolidou a nova abordagem probabilística para o cálculo do WACC regulatório desta ANTT para concessões rodoviárias (posteriormente, o método foi adaptado para o setor de concessões ferroviárias, através da Nota Técnica Nº

016/SUEXE/2015, de 27 de novembro de 2015).

2.11. Desta maneira, foram atualizadas não apenas as séries históricas das *proxies* utilizadas como referência no cálculo de WACC, mas também foi incorporada uma abordagem probabilística com o objetivo de agregar maior grau de confiabilidade ao regulador para a tomada de decisão acerca da atratividade da taxa de retorno do Fluxo de Caixa Marginal e compatível com o custo de oportunidade dos agentes privados, bem como a percepção de risco no cenário macroeconômico vigente.

2.12. A fim de colher subsídios para a adoção de uma metodologia revisada condizente com o nível de alavancagem financeira esperados para a exploração de concessões de infraestrutura e que, ao mesmo tempo, minimize a incidência de comportamentos oportunistas e do risco moral por parte dos agentes regulados, foi realizada Audiência Pública no período entre os dias 14 de junho de 2019 e 30 de julho de 2019, conforme disposto no Aviso de Audiência Pública nº 08/2019 (0506816), anexo à Deliberação nº 671, de 11 de junho de 2019 (0506762). A sessão presencial foi realizada às 14h do dia 10 de julho de 2019 na sede da ANTT em Brasilia - DF.

2.13. Por seu turno, a Procuradoria Federal se manifestou sobre a minuta de Resolução por meio do Parecer nº 1390/2019/PF-ANTT/PGF/AGU (1738341), o qual concluiu pela viabilidade jurídica da proposta, no entanto, questionou se seria adequado que o anexo da Resolução seja a própria Nota Técnica nº 2786/2018 (1361428), além de solicitar que a SUINF desse anuência prévia ao aqui minutado.

2.14. Neste diapasão, a SUREG informou no Despacho 2233885 que na próxima revisão não irá mais utilizar Nota Técnica como anexo da Resolução, mas que na presente revisão manteve o uso deste instrumento devido à urgência do tema. Ademais, a SUINF se manifestou no Despacho 2228054, dando a anuência ao termos da Resolução.

3. DA ANÁLISE PROCESSUAL

3.1. A competência legal da ANTT para tratar do tema emana dos contratos de concessão rodoviária federal e da Lei nº 10.233, de 05 de junho de 2001, conforme *in verbis*:

> Art. 24. Cabe à ANTT, em sua esfera de atuação, como atribuições gerais:
>
> (...)
>
> II - promover estudos aplicados às definições de tarifas, preços e fretes, em confronto com os custos e os benefícios econômicos transferidos aos usuários pelos investimentos realizados;
>
> III - propor ao Ministério dos Transportes os planos de outorgas, instruídos por estudos específicos de viabilidade técnica e econômica, para exploração da infra-estrutura e a prestação de serviços de transporte terrestre;
>
> IV - elaborar e editar normas e regulamentos relativos à exploração de vias e terminais, garantindo isonomia no seu acesso e uso, bem como à prestação de serviços de transporte, mantendo os itinerários outorgados e fomentando a competição;
>
> VII - proceder à revisão e ao reajuste de tarifas dos serviços prestados, segundo as disposições contratuais, após prévia comunicação ao Ministério da Fazenda.

3.2. Adicionalmente, a Resolução nº 5.810, de 03 de maio e 2018, determina que compete à Superintendência de Governança Regulatória-Sureg quanto ao objeto em análise:

> Art. 36. À Superintendência de Governança Regulatória, além de outras atribuições relacionadas estabelecidas pela Diretoria, compete:
>
> I - propor à Diretoria diretrizes para a Política Regulatória e procedimentos para a Governança Regulatória;
>
> (...)
>
> III - desenvolver estudos e propor inovação em instrumentos regulatórios com foco em regulação econômica, de acordo com as diretrizes da política regulatória da ANTT;
>
> IV - propor normas, racionalizar e simplificar instrumentos e procedimentos, com base em evidências, visando o aprimoramento da governança regulatória.

3.3. Por sua vez, acrescenta-se a disposição contida no Art. 37 da Resolução nº 5.810/18 que assim estabelece:

> Art. 37. No desempenho de suas atividades a Superintendência de Governança Regulatória contará com a Gerência de Política Regulatória e Regulação Econômica e a Gerência de Defesa da Concorrência e Monitoramento do Mercado.
>
> §1º A Gerência de Política Regulatória e Regulação Econômica tem como atividades centrais propor diretrizes para a Política Regulatória da ANTT, promover a inovação em instrumentos de governança regulatória com foco em regulação econômica e coordenar os Processos de Participação e Controle Social da ANTT.

3.4. Quanto à atualização da metodologia, a Resolução ANTT n. 3.651/11, que "aprovou a metodologia de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão de rodovias federais concedidas, em decorrência de novas obras e serviços", estabelece:

> Art. 8º A taxa de desconto a ser utilizada nos fluxos dos dispêndios e das receitas marginais para efeito de equilíbrio terá como base Custo Médio Ponderado de Capital - WACC (Weighted Average Cost of Capital), a seguir reproduzida:
>
> $$WACC = \frac{E}{(E+D)} R_E + \frac{D}{(E+D)} R_D (1-T) \qquad (1)$$
>
> onde:
>
> E - capital próprio;
>
> D - capital de terceiros;
>
> T - impostos sobre a Renda;
>
> RE - custo de capital próprio;
>
> RD - custo de capital de terceiros.

> Parágrafo único. A metodologia de cálculo das variáveis da fórmula de que trata este artigo será proposta pela área técnica competente e validada mediante o processo de audiência pública.

3.5. Por sua vez, a Resolução ANTT nº 4.075/13, que "dispõe sobre a metodologia de cálculo da taxa de desconto e de suas variáveis, nos termos do parágrafo único do art. 8º da Resolução nº 3.651, de 7 de abril de 2011", prevê:

> Art. 5º Trienalmente, o cálculo da taxa de desconto especificado nesta Resolução será atualizado conforme os parâmetros definidos nos artigos anteriores e no detalhamento constante no Anexo V desta Resolução, disponível no sítio eletrônico da ANTT, o qual será submetido a processo de participação e controle social, nos termos do §3º do Art. 10 da Resolução nº 3.651, de 2011. (Redação dada pela Resolução 4903/2015/DG/ANTT/MT)

3.6. Dessa forma, verifica-se que o objeto dos presentes autos, ou seja, a atualização da Metodologia para Cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal-WACC, deve seguir os parâmetros estabelecidos pelos artigos 1º a 4º da Resolução ANTT nº 4.075/13.

3.7. Quanto ao mérito, na presente revisão, o problema regulatório a ser endereçado é a constatação de distorções identificadas no último ciclo de vigência do WACC regulatório (2015-2018), devido à aplicação dos critérios vigentes para o enquadramento nos estágios de maturação a partir do parâmetro "ano-concessão".

3.8. Conforme detalhado no Relatório Final da Audiência Pública nº 14/2019 (1877394), foram recebidas 4 (quatro) manifestações por meio eletrônico através do sistema PARTICIPANTT e 2 (duas) contribuições orais, durante a sessão pública presencial. Tais contribuições ensejaram melhorias na Nota Técnica nº 1151/2019/GEREC/SUREG/DIR (1306723), a qual foi então atualizada e substituída pela Nota Técnica nº 2786/2019/SUREG/DIR (1177403). Esta, por sua vez, detalha a metodologia atualizada para Cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal – WACC, constituindo-se no Anexo da Minuta de Resolução (1361389), submetida à deliberação da Diretoria Colegiada da ANTT.

3.9. Por seu turno, a Diretoria Marcelo Vinaud, solicitou maiores esclarecimentos sobre as premissas e dados técnicos usados pela SUREG, conforme o Despacho DMV (1249729), os quais foram sanados no Despacho 1266184.

3.10. Após todo o processo regulatório, conforme exposto nas nota técnicas acima referidas, a taxa de retorno do fluxo de caixa marginal foi estimada objetivando uma representação condizente com a realidade que o setor de concessões rodoviárias experimenta atualmente, como a proximidade do termo contratual das concessões da 1ª Etapa e os diversos casos de inadimplência contratual observados nas concessões da 3ª Etapa, bem como a percepção positiva em relação aos atuais desdobramentos macroeconômicos.

3.11. Nesse sentido, a metodologia de WACC proposta reproduz com maior confiabilidade o custo de oportunidade do concessionário quando da ocorrência de desequilíbrio econômico-financeiro causado pela inclusão de novos investimentos no objeto do contrato de concessão. Essa taxa leva em conta concomitantemente a conjuntura econômica do momento, a estrutura de utilização das fontes de financiamento, a estrutura de capital das concessões reguladas pela ANTT na busca de uma estrutura de capital ótima no setor, tanto no cálculo do custo de capital próprio quanto no custo de capital de terceiros, respeitando os limites impostos pelas instituições financeiras e um intervalo de confiabilidade entre 70% e 80%, alinhando-se à prática de órgãos reguladores internacionais

3.12. A cada ciclo trianual de aplicação da taxa de retorno, os parâmetros dependentes de séries históricas sofrerão atualização, para acompanhar a realidade macroeconômica. Entretanto, a critério da ANTT, caso seja constatada alteração significativa das condições de financiamento do setor, esta poderá implicar na antecipação da revisão do cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal.

4. DA PROPOSIÇÃO FINAL

4.1. Por todo o exposto, submeto para deliberação da Diretoria Colegiada, sugerindo sua aprovação, da proposta de atualização e revisão da Metodologia para Cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal - WACC, de que trata o artigo 5º da Resolução nº 4.075, de 12 de abril de 2013, por meio da substituição da Nota Técnica nº 13/SUEXE/2015, constante do Anexo V da Resolução nº 4.075, de 12 de abril de 2013, pela Nota Técnica SEI nº 2786/2019/SUREG/DIR, de 29 de agosto de 2019.

Brasília, 19 de dezembro de 2019.

MARCELO VINAUD PRADO
DIRETOR

Documento assinado eletronicamente por **MARCELO VINAUD PRADO**, **Diretor**, em 19/12/2019, às 11:10, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.antt.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1510675** e o código CRC **536DECC2**.

St. de Clubes Esportivos Sul Trecho 3 Lote 10 - Telefone Sede: 61 3410-1000 Ouvidoria ANTT: 166

CEP 70200-003 Brasília/DF - www.antt.gov.br