



ANÁLISE DE IMPACTO REGULATÓRIO SEI Nº 6/2019

Processo nº: 50501.338298/2018-92

Assunto: WACC Regulatório para concessões Rodoviárias

1. Introdução

A presente nota técnica tem como objetivo apresentar o resultado da Análise de Impacto Regulatório – AIR realizada pela equipe técnica da Gerência de Política Regulatória e Regulação Econômica sobre o tema “Atualização da Metodologia para Cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal – WACC[1], de que trata o artigo 5º da Resolução Nº 4.075, de 3 de abril de 2013, publicada no Diário Oficial da União de 12 de abril de 2013”.

2. Contextualização

2.1 Identificação do Problema Regulatório

A discussão sobre o assunto tratado por esta nota técnica iniciou-se com a publicação do Acórdão 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.

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], até culminar com a 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, uma vez que “*entende-se que os contratos de concessão da primeira etapa do programa de concessões de rodovias federais estão em equilíbrio econômico-financeiro, conforme as premissas do contrato de concessão, pois são objeto de revisão ordinária e reajuste tarifário anualmente*”.

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*”.

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

A Resolução Nº 4.075, de 3 de abril de 2013, deixou em aberto a metodologia de cálculo das variáveis da fórmula de que trata o seu artigo 8º (taxa de retorno a ser utilizada nos fluxos dos dispêndios e das receitas marginais para efeito de equilíbrio, com base no WACC), que deveria ser proposta pela área técnica competente e validada mediante processo de audiência pública. Esse entendimento está explicitado na retrocitada nota técnica:

“Como a metodologia para o cálculo do WACC gera divergências a partir dos critérios adotados, principalmente no que tange a porcentagem de capital próprio e de terceiros utilizados no modelo, bem como a metodologia para cálculo do custo de capital de terceiros, sugere-se que estes sejam objeto de audiência para assegurar a transparência ao processo, o que não prejudica a aprovação da metodologia de reequilíbrio econômico-financeiro dos novos investimentos e serviços nos contratos de concessão de rodovias federais englobados na 1ª Etapa, 2ª Etapa – Fase I, e Pólo Pelotas – Ecosul”.

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.

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.

Após a análise das contribuições recebidas na fase de participação e controle social a Resolução Nº 4.075/2013 e seus anexos[3] foi publicada em 12 de abril de 2013 na sua versão definitiva.

No ano seguinte, a Resolução nº 4296, de 27 de março de 2014, alterou os critérios de enquadramento nos estágios de remuneração de capital da seguinte forma:

“CONSIDERANDO que a minuta de regulamentação foi submetida à Audiência Pública nº 002/2014, realizada no dia 24 de fevereiro de 2014, com o objetivo de resguardar os direitos dos usuários e dos agentes econômicos, RESOLVE:

Art. 1º Alterar os critérios de enquadramento nos estágios de maturação definidos no Anexo V da Resolução nº 4.075/2013, que passam a vigorar de acordo com o Anexo desta Resolução, o qual está disponível no sítio eletrônico: <http://www.antt.gov.br>.

Art. 2º Em consequência, substituir a Tabela 2 (“Critério de enquadramento conforme o estágio da concessão”) do Anexo I do Anexo V da Resolução nº 4.075/2013 pela seguinte:”

Tabela 1. Critérios de enquadramento.

Prazo da concessão	1º Estágio	2º Estágio	3º Estágio
20 anos	1º ao 6º ano	7º ao 14º ano	15º ao 20º ano
25 anos	1 ao 5º ano	6º ao 16º ano	17º ao 25º ano

30 anos	1 ao 5º ano	6º ao 21º ano	22º ao 30º ano
----------------	-------------	---------------	----------------

É importante lembrar que a criação do mecanismo de Fluxo de Caixa Marginal foi motivada para adequar a inclusão de investimentos e custos operacionais necessários, não previstos originalmente nos contratos de concessão, com níveis de remuneração calculados através de taxas de retorno compatíveis com a percepção de risco e expectativas macroeconômicas. Este ponto foi devidamente salientado nas conclusões da Nota Técnica nº 39/GEROR/2013, de 13 de março de 2013, anexo V da Resolução nº 4.075/13:

“A cada ciclo quinquenal de aplicação da taxa de retorno, contado a partir da entrada em vigor do 1º ciclo, 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 revisão do cálculo da Taxa de retorno do Fluxo de Caixa Marginal.”

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 daquelas preconizadas à época da Nota Técnica nº 39/GEROR/2013.

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.

Nesse sentido, 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[4] para Cálculo da Taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal – WACC Regulatório, nos termos da Resolução Nº 3.651/2011.

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).

Por fim, o problema regulatório a ser endereçado é a constatação de distorções a partir da adoção de estágios diferenciados de remuneração pelo WACC Regulatório e a aplicação dos respectivos critérios de enquadramento.

2.2 Objetivo Geral e Específico

O objetivo geral do presente trabalho é atualizar o cálculo do WACC regulatório, nos termos do artigo 5º da Resolução nº 4.075, de 03 de abril de 2013 (*in verbis*):

“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)

O objetivo específico é corrigir distorções identificadas no último ciclo de vigência do WACC regulatório (2015-2018) com a aplicação dos critérios vigentes[5] para o enquadramento nos estágios de maturação a partir do critério de “ano-concessão”. Incentivando a adoção de estratégias prudentes/condizentes com o nível de alavancagem financeira esperados para a exploração de concessões de infraestrutura (*Public Utilities*), evitando a incidência de comportamentos oportunistas e do risco moral por parte dos agentes regulados.

3. Da base legal

A competência legal da ANTT para tratar do tema emana dos contratos de concessão rodoviário 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”

Adicionalmente, na Resolução nº 5.810, de 03 de maio de 2018, compete a 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”

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.

(...)”

Sendo assim, salienta-se que a apreciação da presente matéria se insere nas competências regimentais desta SUREG. Desta forma, adentraremos aos demais pontos, conforme apresentam-se nos itens abaixo.

3.1 Diretrizes e Recomendações

Conforme ditames do artigo 5º da Resolução nº 4.075, de 03 de abril de 2013 (*in verbis*), o cálculo da taxa de Retorno do Fluxo de Caixa Marginal (WACC Regulatório) será atualizado trienalmente, conforme os parâmetros definidos e submetidos ao processo de participação e controle social por meio de dispositivos normativos.

4. Estudos

Para o presente estudo, no que concerne a atualização da metodologia para o Cálculo do WACC Regulatório, foi constituído um grupo de trabalho na Superintendência de Governança Regulatória - SUREG com objetivo de aprimorar o instrumento em questão.

As séries históricas dos indicadores financeiros que compõem o modelo e as condições de financiamento junto ao BNDES foram atualizadas para subsidiar as simulações numéricas dos cenários macroeconômicos possíveis para o período do 3º ciclo do WACC Regulatório de rodovias federais concedidas.

Por outro lado, a abordagem metodológica de modelo foi revisada, sugerindo a exclusão de estágios diferenciados de remuneração para aplicação do WACC Regulatório pela constatação de distorções na aplicação deste critério, conforme mostra a tabela 2.

É possível verificar que nos três estágios de enquadramento (coluna “enquadramento”) há descolamentos em relação às estruturas de capital de referência (cores vermelha, laranja e azul).

Essas distorções possuem causas diversas, podendo ser derivadas das características do ativo, como é o caso da EcoPonte que é uma concessão em início de operação (1º estágio), mas que apresenta estrutura de capital de concessão madura (3º estágio). Outros fatores que podem ter originado estas distorções podem estar relacionados a dificuldades na obtenção de linhas de financiamentos ou emissão de títulos de dívidas e ações.

Tabela 2. Distorções verificadas no critério de enquadramento atual. Fonte: Demonstrações financeiras out/2018.

Concessionárias						
	Capital de Terceiros (Mi R\$)	Capital Próprio (Mi R\$)	D (%)	E (%)	Ano-concessão	Enquadramento
MGO Rodovias	627.833	300.121	87,7%	32,3%	04/30	1*
CRO	995.538	314.676	76,0%	24,0%	04/30	1*
Concebra	989.075	310.422	76,1%	23,9%	04/30	1*
MS Vias	844.282	944.909	47,2%	52,8%	04/30	1*
Eco 101	365.892	238.463	60,5%	39,5%	05/25	1*
Via 040	932.123	575.794	61,8%	38,2%	04/30	1*
EcoPonte	80.155	166.910	32,4%	67,6%	03/30	1*
Fluminense	602.100	793.283	43,1%	56,9%	10/25	2*
ViaBahia	660.899	688.366	49,0%	51,0%	09/25	2*
Rod. Aco	201.608	202.328	49,9%	50,1%	10/25	2*
Litoral	531.817	1.169.159	31,3%	68,7%	10/25	2*
Transbrasilian	187.648	328.056	36,4%	63,6%	10/25	2*
Planalto	464.178	754.714	38,1%	61,9%	10/25	2*
Fernão Dias	750.944	1.085.220	40,9%	59,1%	10/25	2*
Régis	1.069.989	1.508.490	41,5%	58,5%	10/25	2*
Concer	571.828	326.262	83,7%	36,3%	22/25	3*
Ecosul	271.013	45.869	85,6%	14,4%	20/25	3*
CRT	40.099	153.468	20,7%	79,3%	22/25	3*
NovaDutra	430.581	562.054	43,4%	56,6%	23/25	3*

ESTRUTURA DE CAPITAL - 2018			
Referência	D (%)	E (%)	
1º Estágio	1º Quartil	62,7%	37,3%
2º Estágio	Mediana	47,2%	52,8%
3º Estágio	3º Quartil	39,5%	60,5%

Os resultados mostram que as concessionárias optam pelo endividamento de terceiros, dadas as disponibilidades de linhas de crédito de longo prazo oferecidas pelos bancos de fomento, de modo a atingir o nível ótimo de alavancagem. Porém, devido às imperfeições de mercado, aos custos de transação e aos custos de ajuste e restrição financeira, nem sempre a empresa consegue manter o nível ótimo de estrutura de capital, oscilando em torno do nível ótimo.

Acerca desse tema – estrutura de capital –, é importante destacar três teorias:

1. Pesquisas com foco em impostos:

Para esta linha de pesquisa a estrutura de capital é irrelevante para as decisões de financiamento das empresas, afirmativa esta que foi sustentada sob o pressuposto de mercados perfeitos com igualdade de acesso tanto para investidores quanto para empresas[6].

2. Pesquisas com foco em custo de agência:

Segundo esta linha, os custos de agência são o fundamento da teoria *free cash flow*: a estrutura de capital é determinada pelos custos decorrentes de conflitos de interesse que surgem numa relação de agência[7], conhecidos como custos de agência.

3. Pesquisas com foco em assimetria de informação:

Esta abordagem, conforme destacado por Harris e Raviv (1991)[8], assume que os gerentes possuem conhecimento privilegiado sobre os fluxos de caixa futuros da empresa e suas oportunidades de investimento. A partir disso, duas correntes se formam: i) a escolha da estrutura de capital é um sinalizador para os investidores externos, e ii) a estrutura de capital mitiga ineficiências nas decisões de investimentos decorridas pela presença de informação assimétrica.

Myers e Majluf (1984)[9] desenvolveram um modelo para explicar como a assimetria de informação afeta as decisões de investimento. Nesse sentido, destaque-se o seguinte trecho:

“Informações relevantes não estão distribuídas uniformemente no mercado de capitais, de tal forma que os administradores das empresas são mais bem informados do que os investidores de uma forma geral, fazendo com que haja um efeito de sinalização quando as empresas anunciam determinadas mudanças de política financeira. A implicação da teoria da sinalização ou da informação assimétrica para o estudo da estrutura de capital é que as empresas devem manter uma reserva de capacidade de endividamento, a ser usada quando aparecerem boas oportunidades de investimento. Agindo assim, elas não precisarão emitir ações e, conseqüentemente, emitir sinais errados aos investidores. Sendo assim, a estrutura de capital das empresas deve conter uma parcela menor de dívida do que seria considerado ótimo, caso o efeito da informação assimétrica não fosse levado em consideração.”

Portanto, entre as teorias que procuram explicar as decisões acerca da estrutura de capital das empresas, aquelas que apresentam melhor aderência à realidade brasileira são as pesquisas com foco em assimetria de informação.

4.1 Levantamento das Alternativas

A seguir são apresentadas considerações acerca de cada uma das alternativas estudadas, justificando a opção pela Alternativa 3.

- Alternativa 1 – Atualizar a memória de cálculo e manter o critério de enquadramento (ano-concessão) apresentado pela metodologia para Cálculo do WACC Regulatório, de que trata a Nota Técnica Nº 02/SUEXE/SUREG/2015, de 25 de setembro de 2015 (manter o *status quo*);
- Alternativa 2 – Atualizar a memória de cálculo e regressar ao critério anterior de enquadramento (% de execução contratual) da metodologia de cálculo do WACC Regulatório, conforme previa a Nota Técnica nº 039/GEROR/2013, de 13 de março de 2013;
- Alternativa 3 – Atualizar a memória de cálculo e considerar uma estrutura de capital única, eliminando os estágios de enquadramento, para sanar as distorções observadas e incentivar que as concessionárias de rodovias federais concedidas persigam estruturas de capital mais condizentes com o modelo de negócio (*Public Utilities*) e as condições de contorno macroeconômicas para alavancagem financeira.

Quanto à alternativa 1, julga-se que manter as distorções que foram observadas ao longo do período de vigência do critério de enquadramento pela maturidade da concessão através observação do “ano-concessão^[10]” aumenta o risco moral do setor, no que tange aos incentivos para a busca da sustentabilidade e eficiência financeira para a continuidade da prestação do serviço público concedido.

Quanto à alternativa 2, é retornar ao critério de utilização do percentual de execução dos investimentos previstos no cronograma de investimentos^[11]. Além das dificuldades operacionais na aplicação indicada^[12], é importante salientar que o fato das concessionárias da 3ª etapa de concessões rodoviárias não possuírem planos de negócios inviabiliza a implementação dessa alternativa a contento.

Em relação à alternativa 3, 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 desdobramentos macroeconômicos.

A metodologia do WACC regulatório calculado pela ANTT 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 com um intervalo de confiabilidade entre 70% e 80%, alinhando-se à experiências internacionais^{[13][14][15][16]}.

4.2 Levantamento dos Possíveis Impactos

Melhor do que apenas definir a melhor alternativa à busca de soluções atentos ao objeto de estudo, é exemplificar a diferenciação entre elas.

Ante todo o exposto, conforme observado no item 4, haviam distorções quanto à estrutura de capital (próprio/terceiros), quanto ao enquadramento (1º, 2º ou 3º estágios) das concessionárias.

A escolha de qual cenário melhor representaria o WACC regulatório foi associado essencialmente à tolerância ao risco. Assim, foi necessário ponderar inúmeros fatores. A tomada de decisão sob risco, principalmente de não se ter taxas de retorno atrativas para os projetos de investimento, resta claro que a fixação de uma tolerância a risco a priori não é uma tarefa trivial e merece uma reflexão acerca do cenário brasileiro para a realização de tais investimentos.

Ademais, o trabalho investigativo realizado em busca do conhecimento foi fundamental para a pesquisa. O esforço de aprendizado e amadurecimento, pôde nos apontar a alternativa 3, conforme proposta no item 4.1, como a alternativa que possui fator de diferenciação melhor classificado do que as outras alternativas apresentadas.

Para o cálculo do WACC regulatório foram gerados 30.000 cenários, considerando a conjuntura econômica do momento, a estrutura de utilização das fontes de financiamento, de capital das concessões reguladas pela ANTT na busca de uma estrutura de capital que reflita as características do setor regulado, tanto no cálculo do custo de capital próprio quanto no custo de capital de terceiros.

Portanto, de forma conservadora, foi adotada a estrutura observada no 1º quartil da amostra das concessões rodoviárias federais concedidas como a estrutura de capital de referência, cujas proporções se assemelham com valores teóricos de referência (60% capital de terceiros e 40% de capital próprio)^[17], conforme demonstra na tabela 3.

Tabela 3: Estrutura de capital de referência para cada estágio da concessão.

ESTRUTURA DE CAPITAL DE REFERÊNCIA	
D (%)	E (%)
62,74%	37,26%

Fonte: ITR's e/ou Balancetes Analíticos, set/18.

Vale lembrar que o WACC Regulatório calculado pela ANTT para 3º ciclo (2019 a 2021) busca reproduzir 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.

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

5. Do processo de participação e controle social

O Processo de Participação e Controle Social (PPCS) é regulamentado pela Resolução ANTT nº 5.624, de 21 de dezembro de 2017. Segundo esse normativo é necessário realizar Audiência Pública “quando as matérias afetarem os direitos de agentes econômicos ou de usuários de serviços de transporte” (art. 8º).

Por sua vez, entende-se que o assunto aqui tratado, influencia no direito das concessionárias de rodovias e, a partir disso, é salutar a apreciação desse estudo aos diferentes atores do setor, visando melhor instruir o processo decisório.

6. Considerações finais

Com a finalidade de apresentar alternativas para a maneira como a Agência engaja os agentes afetados no seu processo de regulamentação e também para instrumentos de atuação regulatória, buscou-se avaliar, a partir da definição do problema proposto, os possíveis impactos das opções regulatórias disponíveis para o alcance dos objetivos pretendidos.

Dessa forma, analisando os cenários possíveis considerados na Análise de Impacto Regulatório – AIR, concluiu-se que a melhor opção regulatória, neste caso, é a extinção de estágios diferenciados para o WACC regulatório e a adoção de uma única faixa de remuneração.

Thiago de Castro Sousa
Coordenador de Política Regulatória Aplicada

De acordo.

Mylena Moreira de Alencastro Costa
Gerente de Política Regulatória e Regulação Econômica

De acordo.

Yoshihiro Lima Nemoto
Superintendente de Governança Regulatória – SUREG

[1] *Weighted Average Cost of Capital*.

[2] Ver <http://www.antt.gov.br/acpublicas/apublica2010-112/APublica2010-112.asp>.

[3] Nota Técnica nº 39/GEROR/2013.

[4] Nota Técnica nº 01/SUEXE/SUREG/2015, de 14 de julho de 2015.

[5] Nota Técnica nº 02/SUEXE/SUREG/2015, de 25 de setembro de 2015.

[6] Modigliani, F.; Miller, M.H. The Cost of capital, Corporation finance and the theory of investment. The American Economic Review, v.48, n.3, p.261-297, 1958.

Modigliani, F.; Miller, M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. The American Economic Review, v.53, n.3, p.433-443, 1963.

[7] Relação de agência é “ um contrato sobre o qual uma ou mais pessoas (principal) contratam outras pessoas (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão” (JENSEN e MECKLING, 1976).

[8] Harris, M.; Raviv, A. The theory of capital structure. Journal of finance, v. XLVI, n. 1, p. 297-355, 1991.

[9] Myers, S. C.; Majluf, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of financial economics, v. 13, n. December, p. 187-221, 1984.

[10] conforme Nota Técnica nº 02/SUEXE/SUREG/2015, 25 de setembro de 2015.

[11] Conforme Nota Técnica nº 039/GEROR/2013, de 13 de março de 2013.

[12] Conforme Nota Técnica nº 082/GEROR/2014, de 12 de fevereiro de 2014.

[13] Australian Consumer and Competition Commission, 2005, Assessment of Telstra’s ULLS and LSS monthly charge undertakings, Draft decision, August 2005, Appendix C. Available at www.accc.gov.au

[14] New Zealand Commerce Commission, 2004, Gas Control Inquiry Final Report, 29 Nov., 2004, available at www.med.govt.nz/ers/gas/final-report/finalreport.pdf.

[15] Competition Commission, 2007, BAA Ltd : A report on the economic regulation of the London airports companies (Heathrow Airport Ltd and Gatwick Airport Ltd) available at <http://www.competition-commission.org.uk/>

[16] A Framework for Quantifying Estimation Error in Regulatory WACC – Report for Western Power in relation to the Economic Regulation Authority’s 2005 Network Access Review, STRATEGIC FINANCE GROUP, 19 May 2005.

[17] Ministério da Fazenda (2007). Taxa Interna de Retorno dos Estudos de Viabilidade Econômico-Financeira da Segunda Etapa de Concessões Rodoviárias Federais. Brasília, 17 de maio de 2007. Nota Técnica nº 64 STN/SEAE/MF.



Documento assinado eletronicamente por **THIAGO DE CASTRO SOUSA, CARGO COMISSONADO TÉCNICO**, em 21/05/2019, às 10:07, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **MYLENA MOREIRA DE ALENCASTRO COSTA, Gerente**, em 21/05/2019, às 10:18, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **YOSHIHIRO LIMA NEMOTO, Superintendente**, em 21/05/2019, às 10:22, 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 **0343759** e o código CRC **B4F6B7AC**.

