



PARECER SEI Nº 12803/2022/ME

Ementa: Audiência Pública 08/2022 da Agência Nacional de Transportes Terrestres - ANTT, com o objetivo de tornar público, colher sugestões e contribuições à proposta de aprimoramento da metodologia e atualização do cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital Regulatório - WACC regulatório- das rodovias federais concedidas.

Processo SEI nº 10099.100592/2022-94

1 INTRODUÇÃO

1. A presente Audiência Pública, cujo objetivo é o aprimoramento da metodologia e atualização do cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital Regulatório - WACC para as concessões rodoviárias reguladas pela Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT), foi incluída na Agenda Regulatória do biênio 2021/2022.

2. De acordo com a resolução nº 4075/2012, a taxa WACC deverá ser atualizada trienalmente pela ANTT, conforme parâmetros definidos e com submissão prévia a processo de participação e controle social.

3. Cumpre ressaltar que para realização da audiência pública foi disponibilizada documentação que inclui, além das minutas de resolução, notas técnicas e Análise de Impacto Regulatório - AIR.

4. Conforme será apresentado na análise deste parecer, não se verificaram prejuízos à concorrência ou efeitos de onerosidade regulatória na proposta de aprimoramento e atualização do cálculo do WACC para as concessões rodoviárias reguladas pela ANTT.

5. Como forma de contribuir com a melhoria do ambiente regulatório apresenta-se como contribuição que a ANTT avalie a conveniência de adotar o entendimento relativo aos aspectos metodológicos relacionados ao cálculo do WACC, constante do **Parecer SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME^[1]**, posteriormente reiterado no **PARECER SEI Nº 17511/2020/ME^[2]**, referente às Audiências Públicas ANTT nº 008/2019 e nº 002/2020, respectivamente (Contribuição), como segue:

- i. adoção da “Metodologia de Cálculo do WACC 2018” publicada pelo Ministério da Economia;**
- ii. utilização do valor de mercado como referência para o cálculo do Equity, desconsiderando os valores contábeis para mensuração; e**

iii. ampliação da amostra para o cálculo do Coeficiente de risco não diversificável β (beta) de forma a garantir a maior representatividade da amostra.

6. Cabe destacar que a agência tem, dentro dos limites legais, autonomia para instituir regulamentos para disciplinar os serviços prestados no setor de transportes.

7. Por fim ressalta-se que o posicionamento do presente parecer está em conformidade com as atribuições da Secretaria relativas à promoção da concorrência e outros incentivos à eficiência econômica constantes na Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, e no Decreto nº 11.036, de 7 de abril de 2022.

2 DA ANÁLISE

2.1 DA PROPOSTA APRESENTADA

8. O Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC (Weighted Average Cost of Capital-WACC) é uma média ponderada entre o custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. Para as concessões rodoviárias, é uma referência para a modelagem econômico-financeira e, durante sua vigência, é um parâmetro utilizado no cálculo de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro, em decorrência de novas obras e serviços.

9. Nos termos do art 8º. da Resolução nº 3651/2011, o WACC é definido da seguinte forma, *in-verbis*:

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:

$$WACC = \frac{E}{(E + D)} R_E + \frac{D}{(E + D)} R_D(1 - T)$$

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.

10. Conforme disposto na AIR, foram consideradas duas alternativas diante do problema regulatório verificado (i) defasagem dos últimos 3 anos da taxa em estruturação de novos projetos e (ii) divergências verificadas no processo formal na execução do cálculo de atualização do WACC, quais sejam:

Alternativa 1 - apresentar em Audiência Pública única as 2 propostas: revisão da metodologia de cálculo do CMPC e metodologia para associar o CMPC ao risco dos projetos; e

Alternativa 2 - realizar um Processo de Participação e Controle Social para cada proposta separadamente.

11. A periodicidade trienal de atualização do CMPC é prevista no art. 5º. da Resolução ANTT 4.075/2013, 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)

12. Segundo a ANTT, foram consideradas questões de otimização de recursos e economia processual como melhor alternativa para resolução, optando-se, assim, pela Alternativa 1.

13. Cumpre destacar, que, além da determinação de atualização trienal da WACC, citada anteriormente, a Audiência Pública visa ao atendimento do Relatório de Auditoria interna da ANTT (Relatório de Auditoria nº 04/AO/AUDIT/2022), onde se consignou a seguinte observação sobre o assunto:

Considerando o processo de atualização do WACC regulatório de rodovias que ocorrerá neste ano é importante que a SUCON atente para o adequado formato para apresentar as definições técnicas a serem refletidas na Resolução em substituição à utilização da Nota Técnica como anexo da Resolução.

14. Cabe citar também que o TCU (Tribunal de Contas da União) consignou o seguinte achado no Relatório de Auditoria (TC 009.432/2021-3) do WACC ferroviário:

Sub-achado 2: não existe definição metodológica acerca da amplitude temporal das séries de dados históricas utilizadas nos cálculos do WACC; e

A metodologia de cálculo do WACC não define tamanho máximo das séries temporais usadas como dados de entrada, permitindo que a cada atualização trienal dos valores do custo de capital, mais dados sejam incorporados ao cálculo sem eliminação dos dados mais antigos.

15. Por fim, foram considerados na atualização do WACC fatores como o mix de projetos existentes na carteira de concessões rodoviárias e a volatilidade da macroeconomia, dentre os quais merecem relevância a pandemia do COVID-19 e os conflitos no leste europeu.

16. Para o cálculo do WACC, foram realizadas simulações por meio de séries históricas, conforme demonstrado na documentação disponibilizada e considerados elementos particulares de risco atribuídos para um projeto de concessão rodoviária. Esses riscos receberam as seguintes classificações:

Risco Baixo: aplicação em fluxos de caixa marginal de concessões vigentes, que fazem uso de metodologia específica para consideração do risco do projeto através do BDI previsto, no caso de projetos de concessão, ou apenas para recomposição do equilíbrio contratual, sem previsão de novos investimentos.

Risco Médio: aplicação em projetos de concessão que podem possuir alguns elementos de incerteza, os quais são de materialidade limitada, mas também elementos que aumentam a confiabilidade das estimativas feitas. São típicos desse caso projetos que cumprem a maior parte dos seguintes critérios: localizados em regiões não montanhosas, histórico consolidado de geração de caixa, quantidade de investimentos de ampliação equilibrados, obrigações limitadas de investimentos greenfield e/ou túneis; percentual de trechos em travessias urbanas com desapropriação e desocupação de baixa

relevância.

Risco Médio-alto: aplicação em projetos de concessão que podem possuir alguns elementos de incerteza relevantes, ao mesmo tempo que também possuem outros elementos que atuam na direção de aumentar a confiabilidade das estimativas feitas.

Risco Alto: aplicação em projetos de concessão que possuem elementos representativos de incerteza, seja em investimento ou em tráfego. São típicos desse caso, projetos que cumprem a maior parte dos seguintes critérios localizados em regiões montanhosas, sem histórico de geração de caixa, com grande quantidade de investimentos de ampliação, obrigação de investimentos greenfield e/ou túneis; elevado percentual

17. A agência propõe assim uma atualização trienal do WACC (spread), porém com uma atualização anual automática (regulatório), que leva em consideração a mudança do benchmarking de juros de longo prazo. De forma sintética tem-se:

$WACC(\text{regulatório}) = WACC(\text{spread}) + TLP(\text{pré})$, sendo:
WACC (regulatório) e TLP (pré) com atualização anual, e;
WACC(spread) atualizado trienalmente.

18. Relativamente ao WACC (spread), a documentação disponibilizada indica que a ANTT adotou metodologia anteriormente submetida às Audiências Públicas ANTT nº 008/2019 e nº 002/2020, para as quais a Seae já apresentou as considerações cabíveis, por meio dos Pareceres SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME e SEI Nº 17511/2020/ME, respectivamente (cópias anexas), conforme detalhamento exposto na seção 2.2 deste Parecer.

19. Dessa forma, com o desenvolvimento da metodologia de cálculo aplicada na atualização da taxa, levando-se em consideração quatro níveis de riscos associados (baixo, médio, médio-alto e alto), foram definidas as taxas anuais de CMPC (regulatório), respectivamente, de 9,83%, 10,65%, 11,46% e 12,28%, considerando a TLP pré vigente de agosto de 2022 de 5,75%.

2.2 DA MELHORIA DO AMBIENTE REGULATÓRIO

20. Conforme apresentado no item 18, a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) já se manifestou em Audiências Públicas anteriores sobre a metodologia adotada pela ANTT na definição do WACC. Dentre as recomendações constantes transcrevem-se as constantes no Item 38 do Parecer SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME, in verbis:

38. Da análise da proposta de revisão da metodologia apresentada na Nota Técnica nº 1151/2019/GEREC/SUREG/DIR, de 13 de maio de 2019, disponibilizada pela ANTT nesta Audiência Pública, conclui-se haver oportunidade de aperfeiçoamento, com enfoque nos aspectos regulatórios, por meio das seguintes contribuições:

- Que a agência avalie a “Metodologia de Cálculo do WACC 2018” publicada pelo Ministério da Economia de forma a manter uma similaridade na metodologia de cálculo afim de evitar eventuais discrepâncias nos valores dos componentes que integram a taxa;*
- Que a nota técnica de revisão do WACC regulatório do Anexo V da Resolução nº 4.075, de 2013, utilize o modelo CAPM no mercado americano somado ao risco Brasil;*
- No que se refere à estrutura de capital, o cálculo do Equity seja realizado a partir do valor de mercado ao invés do valor do PL, que é um valor contábil e não representa o valor correto do Equity;*

- *Que na composição de capital de terceiros (debt) seja feito um corte recente ou sejam utilizados dados de forma a se obter uma composição em que o passado recente seja mais representativo, tendo em visto que isso melhora os resultados das previsões;*
- *Que o coeficiente de risco Beta seja calculado apenas com empresas que continuam negociadas em bolsa, retirando-se a ARTR3 do cálculo;*
- *Alternativamente, avaliar a utilização de um beta global pois uma amostra com apenas 3 ou 4 empresas não é muito representativa, podendo gerar resultados não confiáveis;*
- *Para o cálculo do custo de capital de terceiros considere o custo de captação via debêntures a partir do yield do papel no mercado secundário ao invés da utilização da taxa do mercado primário;*
- *Em relação à abordagem probabilística apresentada na nota técnica, ao optar pela utilização de prêmios de risco de mercado (PRM) estáticos, não se consegue obter uma distribuição que seja compatível com a realidade. Nesse caso, avaliar a utilização de uma média a partir de um PRM móvel de um longo período; e*
- *No caso da transparência das informações, o modelo apresentado apenas indica o intervalo de confiabilidade, sem deixar claro o percentil escolhido, fato este que implica na adoção de um critério mais objetivo, que permita que o WACC possa ser replicado pelas partes interessadas, dando maior transparência ao processo.*

21. Da análise da metodologia apresentada na NOTA TÉCNICA SEI Nº 4258/2022/GEMEF/SUCON/DIR disponibilizada na presente Audiência Pública, verifica-se que algumas recomendações desta Secretaria de Acompanhamento Econômico não foram incorporadas na proposta em tela, como:

- adoção da “Metodologia de Cálculo do WACC 2018” publicada pelo Ministério da Economia. Isso porque garante a uniformização de metodologia de cálculo no âmbito dos reguladores, favorecendo maior previsibilidade ao mercado. Aqui cabe a ressalva que a adoção de uma mesma metodologia não apresentaria os mesmos fatores de riscos, uma vez que cada setor possui sua particularidade.
- utilização do valor de mercado como referência para o cálculo do *Equity*, desconsiderando os valores contábeis para mensuração; e
- ampliação da amostra para o cálculo do Coeficiente de risco não diversificável β (beta) de forma a garantir a maior representatividade da amostra. Isso porque na proposta em tela o risco é calculado com base apenas duas *Holdings* que atuam predominantemente no setor de concessões rodoviárias e com histórico de negociação no mercado à vista da Bolsa do Brasil-B3 (CCRO3 e ECOR3).

22. Dessa maneira, como forma de contribuir com a melhoria do ambiente regulatório, sugere-se que a ANTT avalie a conveniência de **adotar o entendimento constante do Parecer SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME, posteriormente reiterado no PARECER SEI Nº 17511/2020/ME, referente às Audiências Públicas ANTT nº 008/2019 e nº 002/2020 respectivamente. (Contribuição)**

2.3 ASPECTOS CONCORRENCIAIS (CHECKLIST DA OCDE)

23. Para avaliação dos aspectos concorrenciais, descreve-se abaixo metodologia de análise desenvolvida pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)^[3]. A metodologia da OCDE consiste em um conjunto de questões a serem verificadas na análise do impacto de políticas públicas

sobre a concorrência. O impacto pode ocorrer por meio de quatro efeitos anticompetitivos:

1º efeito - limitação no número ou variedade de fornecedores, provável no caso de apolítica proposta:

- i) conceder direitos exclusivos a um único fornecedor de bens ou de serviços;
- ii) estabelecer regimes de licenças, permissões ou autorizações como requisitos de funcionamento;
- iii) limitar a alguns tipos de fornecedores a capacidade para a prestação de bens ou serviços;
- iv) aumentar significativamente os custos de entrada ou saída no mercado; e,
- v) criar uma barreira geográfica à aptidão das empresas para fornecerem bens ou serviços, mão-de-obra ou realizarem investimentos.

2º efeito - limitação da concorrência entre empresas, provável no caso de a política proposta:

- i) limitar a capacidade dos vendedores de fixar os preços de bens ou serviços;
- ii) limitar a liberdade dos fornecedores de fazerem publicidade ou marketing dos seus bens ou serviços;
- iii) fixar padrões de qualidade do produto que beneficiem apenas alguns fornecedores ou que excedam o nível escolhido por determinados consumidores bem informados; e,
- iv) aumentar significativamente o custo de produção para apenas alguns fornecedores (especialmente dando tratamento diferente aos operadores históricos e aos concorrentes novos).

3º efeito - diminuir o incentivo para as empresas competirem, prováveis no caso de apolítica proposta:

- i) estabelecer um regime de autorregulamentação ou de correulamentação;
- ii) exigir ou estimular a publicação de dados sobre níveis de produção, preços, vendas ou custos das empresas; e,
- iii) isentar um determinado setor industrial ou grupo de fornecedores da aplicação da legislação geral da concorrência;

4º efeito - Limitação das opções dos clientes e da informação disponível, provável no caso de a política proposta:

- i) limitar a capacidade dos consumidores para escolherem o fornecedor;
- ii) reduzir a mobilidade dos clientes entre fornecedores de bens ou serviços por meio do aumento dos custos, explícitos ou implícitos, da mudança de fornecedores; e
- iii) alterar substancialmente a informação necessária aos consumidores para poder em comprar com eficiência.

24. Considerando os critérios estabelecidos pela OCDE acima expostos, não foram identificados impactos negativos à concorrência na proposta de Resolução objeto da Audiência Pública analisada.

2.4 AVALIAÇÃO DE ONEROSIDADE REGULATÓRIA

25. Como referência para avaliação da onerosidade regulatória foi utilizada a Instrução Normativa Seae nº 111, de 5 de novembro de 2020^[4], que prevê a análise de cinco itens, com foco na redução da onerosidade regulatória: (i) obrigações

regulatórias; (ii) requerimentos técnicos; (iii) restrições e proibições; (iv) licenciamento; e (v) complexidade normativa.

26. Com base na documentação disponibilizada, não se verificaram pontos de onerosidade regulatória nas minutas de resolução propostas pela ANTT na presente Audiência Pública. Trata-se na verdade de uma medida meritória cuja finalidade é tornar mais previsível e transparente o cálculo da taxa WACC (regulatória) aplicada nas modelagens de concessão, com uma atualização dos parâmetros, de acordo com o risco do projeto.

3 CONCLUSÃO

27. O presente parecer apresentou considerações sobre a Audiência Pública, cujo objetivo é o aprimoramento da metodologia e atualização do cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital Regulatório - WACC para as concessões rodoviárias reguladas pela ANTT

28. No que diz respeito à proposta de resolução apresentada não se verificam aspectos negativos sob a ótica concorrencial ou regulatória, conforme apresentado no presente parecer.

29. Destaque-se que quanto ao WACC (spread), a ANTT adota metodologia, anteriormente submetida às Audiências Públicas ANTT nº 008/2019 e nº 002/2020, para as quais a Seae já apresentou as considerações cabíveis, por meio dos Pareceres SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME e SEI Nº 17511/2020/ME.

30. Como forma de contribuir com a melhoria do ambiente regulatório apresenta-se com sugestão que a ANTT **avalie a conveniência de adotar recomendações dos Pareceres SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME, posteriormente reiterado no PARECER SEI Nº 17511/2020/ME, referente às Audiências Públicas ANTT nº 008/2019 e nº 002/2020 respectivamente**, relativo aos aspectos metodológicos aplicáveis relacionados ao cálculo do WACC (**Contribuição**):

- i. adoção da “Metodologia de Cálculo do WACC 2018” publicada pelo Ministério da Economia;**
- ii. utilização do valor de mercado como referência para o cálculo d o Equity, desconsiderando os valores contábeis para mensuração; e**
- iii. ampliação da amostra para o cálculo do Coeficiente de risco não diversificável β (beta) de forma a garantir a maior representatividade da amostra.**

31. A análise desenvolvida neste documento decorre das atribuições da Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Economia (Seae/ME) na promoção da concorrência e outros incentivos à eficiência econômica constantes na Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, e no Decreto nº 11.036, de 7 de abril de 2022.

À consideração superior.

Documento assinado eletronicamente

GIOVANNI BAIER NUNES

Analista em Infraestrutura de Transporte

Documento assinado eletronicamente

FÁBIO COELHO BARBOSA

Coordenador

Documento assinado eletronicamente

PATRÍCIA DA SILVA PEREIRA

Coordenadora-Geral

De acordo.

Documento assinado eletronicamente

ANDREY VILAS BOAS DE FREITAS

Subsecretário de Advocacia da Concorrência

De acordo.

Documento assinado eletronicamente

ALEXANDRE MESSA PEIXOTO DA SILVA

Secretário de Acompanhamento Econômico

[1] <https://www.gov.br/economia/pt-br/aceso-a-informacao/reg/advocacia-da-concorrenca/2022/agencia-nacional-de-transportes-terrestres-antt/parecer-sei-56-cogts-sac-seae-sepec-me-ap-antt-008-19.pdf/view>

[2] <https://www.gov.br/economia/pt-br/aceso-a-informacao/reg/advocacia-da-concorrenca/2022/agencia-nacional-de-transportes-terrestres-antt/parecer-sei-no-17511-2020-me-cp-antt-002-2020-wacc-ferrovias.pdf/view>

[3] Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE (2017). Guia de Avaliação da Concorrência. Versão 3.0. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/49418818.pdf>

[4] Instrução Normativa nº 111, de 05 de novembro de 2020. Estabelece os quesitos de referência para análises referentes a melhoria regulatória relacionada à diminuição dos custos de negócios. Secretaria Especial de Produtividade, Emprego e Competividade do Ministério da Economia. Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade - SEAE. Publicada no DOU em 06/11/2020. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-seae-n-111-de-5-de-novembro-de-2020-286706982>.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Messa Peixoto da Silva, Secretário(a)**, em 15/09/2022, às 18:32, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Andrey Vilas Boas de Freitas, Subsecretário de Advocacia da Concorrência**, em 15/09/2022, às 18:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Patrícia da Silva Pereira,**



Coordenador(a)-Geral, em 15/09/2022, às 18:59, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Giovanni Baier Nunes, Analista em Infraestrutura de Transportes**, em 16/09/2022, às 07:11, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Fábio Coelho Barbosa, Coordenador(a)**, em 16/09/2022, às 09:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.economia.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **27862602** e o código CRC **CA7BB2A1**.

Referência: Processo nº 10099.100592/2022-94

SEI nº 27862602