



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
Secretaria Especial de Produtividade, Emprego e Competitividade
Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade
Subsecretaria de Advocacia da Concorrência
Coordenação-Geral de Análise Setorial e Advocacia da Concorrência

PARECER SEI Nº 17511/2020/ME

Assunto: Consulta Pública ANTT nº 002/2020, da Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT), com o objetivo de tornar público, colher sugestões e contribuições à proposta de atualização do cálculo WACC Regulatório (*Regulatory Weighted Average Cost of Capital*), para aplicação em contratos de concessões ferroviárias vigentes, conforme disposições da Resolução nº 5.337, de 10 de maio de 2017.

Acesso: Público.

Brasília, 03 de novembro de 2020

Processo SEI nº 10099.100792/2020-85

1. Introdução

1. A Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (Seae/ME) apresenta, por meio deste parecer, considerações sobre a matéria disposta na Consulta Pública ANTT nº 002/2020, da Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT), visando a contribuir para o aprimoramento do arcabouço regulatório do setor de transportes terrestres, nos termos de suas atribuições, estabelecidas pela Lei nº 12.529, de 11 de novembro de 2019, e pelo Decreto nº 9.745, de 8 de abril de 2019, alterado pelo Decreto nº 10.072, de 18 de outubro de 2019.
2. A mencionada Audiência Pública tem o objetivo de permitir a análise e manifestação dos documentos relativos à proposta de atualização do cálculo WACC Regulatório (*Regulatory Weighted Average Cost of Capital*) para aplicação em contratos de concessões ferroviárias vigentes.
3. Cabe salientar que as considerações da Seae visam à contribuição para o aprimoramento da proposta de regulamentação, em favor da concorrência, de outros incentivos à eficiência econômica e em última instância do bem-estar do consumidor, reconhecendo a autonomia institucional da agência reguladora, nos termos da lei.

2 - Da Análise

2.1 - Da Fundamentação Legal

4. A WACC regulatório é utilizado em conjunto com outras condições de contorno para a determinação do valor de outorga a ser considerada nos contratos de concessão ferroviárias vigentes, nos termos da

Resolução ANTT nº 5.337, de 10 de maio de 2017. *In verbis*:

Art. 1º - Estabelecer a metodologia de cálculo das variáveis para o cálculo WACC Regulatório (Regulatory Weighted Average Cost of Capital) que será utilizada em conjunto com outras condições de contorno na determinação do valor de outorga a ser considerada nos contratos de concessão ferroviárias vigentes.

5. A mencionada Resolução define a metodologia e os parâmetros aplicáveis ao cálculo da referida taxa e determina, sem seu art. 5º, a atualização trienal. *In verbis*:

Art. 5º - Trienalmente, o cálculo WACC Regulatório será atualizado conforme os parâmetros definidos nos artigos anteriores e no detalhamento constante no Anexo IV desta Resolução, disponível no sítio eletrônico da ANTT, o qual será submetido a processo de participação social, nos termos da Resolução nº 3.705, de 10 de agosto de 2011.

6. Nesse contexto, a ANTT propõe a atualização do WACC regulatório aplicável aos contratos de concessão ferroviária vigentes.

2.2 - Da Proposta de Atualização da WACC Regulatória

7. A proposta de atualização da WACC regulatória submetida à análise da Consulta Pública ANTT 002/2020 encontra-se fundamentada por meio da Nota Técnica SEI Nº 3746/2020/GEMEF/SUCON/DIRA, de 13 de agosto de 2020, constante da documentação disponibilizada ao público.
8. Em síntese, a referida Nota Técnica apresenta a atualização do cálculo da WACC regulatória para o setor de ferrovias federais concedidas, cuja metodologia, a ANTT informa que se encontra na Nota Técnica Nº 016/SUEXE/2015, de 27 de novembro de 2015.
9. Na mencionada Nota Técnica SEI Nº 3746/2020/GEMEF/SUCON/DIRA, a ANTT discorre sobre a metodologia adotada, destacando a utilização de simulação numérica pelo denominado Método de Monte Carlo e apresenta as premissas utilizadas na atualização proposta, considerando os seguintes tópicos:

- Estrutura de Capital;
- Alíquota de Imposto de Renda;
- Custo de Capital Próprio e as premissas inerentes utilizadas;
- Custo de Capital de Terceiros.

10. A ANTT conclui que a atualização do cálculo da WACC regulatória para o setor de ferrovias federais concedidas gerou, com grau de confiabilidade entre 70% e 80%, uma taxa de **9,98% ao ano**. De acordo com a ANTT, esta taxa de retorno levou em consideração parâmetros de empresas do mercado norte-americano e brasileiro para a obtenção do custo de capital próprio (11,46% ao ano) e custo de capital de terceiros (1,13% ao ano), respectivamente.

2.2.1 - Da Análise

11. Cabe destacar que a ANTT submeteu à análise no âmbito da Audiência Pública ANTT nº Audiência Pública nº 008/2019, proposta de 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 3 de abril de 2013.
12. Na oportunidade, a Seae se manifestou por meio do Parecer SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME, de 30 de julho de 2019, ocasião em que apresentou um conjunto de contribuições, com o objetivo de

aperfeiçoar a proposta, com enfoque nos aspectos regulatórios. Em síntese, as contribuições da Seae, constantes do Item 38 do mencionado Parecer SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME, foram. *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 de tempo; 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.

13. Da análise das informações disponíveis na Nota Técnica SEI Nº 3746/2020/GEMEF/SUCON/DIRA, constatam-se que algumas das recomendações da Seae não foram acatadas, a exemplo da utilização de dados de balanço, em vez de dados de mercado, para o cálculo do *equity*/capital próprio (Contribuição 3 da Seae) e o cálculo do Beta[1] levando em conta um número reduzido de empresas - 6 empresas *Class I* do mercado norte-americano - em vez de considerar um valor de Beta global, em razão da hipotética baixa representatividade da amostra (Contribuição 6 da Seae). Ressalte-se que, considerando que a Nota Técnica SEI Nº 3746/2020/GEMEF/SUCON/DIRA não adentra no detalhamento dos aspectos metodológicos utilizados, as constatações deste Parecer são exemplificativas, recomendando-se, portanto, que a ANTT proceda à avaliação da aplicabilidade das recomendações constantes do Parecer SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME, transcritas neste Parecer e constantes do Anexo a este documento.

2.5 - Dos Aspectos Concorrenciais

14. Para a avaliação dos potenciais efeitos de aspectos concorrenciais, utiliza-se a metodologia desenvolvida pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)[2]. A referida metodologia consiste em um conjunto de questões a serem verificadas na análise do impacto de políticas públicas sobre

a concorrência. Nesse contexto, o potencial impacto nas questões concorrenciais leva em consideração os seguintes efeitos: i) limitação no número ou variedade de fornecedores; ii) limitação na concorrência entre empresas; iii) diminuição do incentivo das empresas a competir; e iv) limitação da escolha do consumidor e a informação disponível.

15. A proposta de atualização da WACC regulatória sob análise tem caráter eminentemente procedimental, não possuindo, em tese, aspectos concorrenciais envolvidos, razão pela qual não caberiam, em princípio, considerações de natureza concorrencial.

3. Considerações Finais

16. Este parecer apresentou considerações sobre Consulta Pública ANTT nº 002/2020, que tem como objetivo a avaliação da proposta de atualização do cálculo WACC Regulatório (*Regulatory Weighted Average Cost of Capital*), para aplicação em contratos de concessão ferroviárias vigentes.
17. Da análise das informações constantes nos documentos disponibilizados, propõe-se avaliação da aplicabilidade das recomendações anteriores da Seae sobre a metodologia de cálculo do WACC, constantes do Parecer SEI Nº 56/2019/COGTS/SAC/SEAE/SEPEC-ME, nos termos do Item 13 deste Parecer.

À consideração superior

Documento assinado eletronicamente

FÁBIO COELHO BARBOSA

Coordenador

Documento assinado eletronicamente

PATRÍCIA DA SILVA PEREIRA

Coordenadora de Desregulamentação e Competitividade

Documento assinado eletronicamente

ADRIANO DE CARVALHO PARANAÍBA

Subsecretário de Competitividade e Melhorias Regulatórias - SUREG

De Acordo

Documento assinado eletronicamente

GEANLUCA LORENZON

Secretário de Advocacia da Concorrência e Competitividade

[1] Índice que demonstra a correlação entre retorno do ativo em análise e do mercado em que se encontra inserido.

[2] Referência: OCDE (2017). Guia de Avaliação da Concorrência. Versão 3.0. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/49418818.pdf>. Acesso em 11 de abril de 2020.



Documento assinado eletronicamente por **Geanluca Lorenzon, Secretário(a) de Advocacia da Concorrência e Competitividade**, em 03/11/2020, às 17:48, 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 **Adriano de Carvalho Paranaíba, Subsecretário(a) de Competitividade e Melhorias Regulatórias**, em 03/11/2020, às 17:49, 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 **Patrícia da Silva Pereira, Analista de Planejamento e Orçamento**, em 03/11/2020, às 17:49, 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 **Fábio Coelho Barbosa, Coordenador(a)**, em 03/11/2020, às 17:51, 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.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **11505306** e o código CRC **C1DB6ED0**.

Referência: Processo nº 10099.100792/2020-85

SEI nº 11505306