

A taxa de custo de capital próprio agora utilizada nas concessões rodoviárias pelo Governo é semelhante à estimativa do Centro de Estudos do IBMEC da taxa de retorno requerida por acionistas para investirem em companhias abertas de concessão rodoviária listadas na BM&FBOVESPA, ao mesmo tempo em que o custo nominal da dívida utilizado se aproxima do observado no mercado de debêntures.

Entretanto, a utilização desses indicadores provavelmente subestima o custo médio ponderado do capital (WACC) apropriado para as novas concessões, seja porque o custo de capital próprio nesses casos é mais alto para cobrir maiores riscos de demanda e do custo dos investimentos seja porque o custo de dívida utilizado reproduz o custo de debêntures que em média têm prazo inferior ao das concessões.

Em resumo, embora esses números possam ser usados como indicadores mais próximos do mercado, sua utilização para tabelamento da TIR, como qualquer tabelamento de preços, em geral não coincide com as taxas de mercado específicas de cada projeto e pode ter implicações negativas para os leilões. A determinação da taxa de retorno num processo concorrencial certamente representa solução superior e ajustada às expectativas de risco e retorno de cada trecho ou projeto de concessão.

A tabela 01, extraída da Nota Técnica do Tesouro 318/2013, indica que embora o Governo não tenha desistido de tabelar a taxa interna de retorno dos projetos de concessões rodoviárias (TIR), seus números tem avançado na direção de taxas mais próximas às observadas no mercado. Certamente o primeiro número divulgado para a TIR, de 5,5% a.a., somente poderia assegurar retorno próximo do mercado para os acionistas na hipótese de utilização de um volume significativo de financiamentos subsidiados, cuja origem acaba sendo o Tesouro Nacional. Além de seus impactos fiscais, esse caminho é uma não solução já que uma razão fundamental para adotar as concessões é o reconhecimento da insuficiência de poupança do setor público.

A estimativa do Tesouro Nacional Nota Técnica nº. 318/2013/STN/SEAE/MF <https://www.google.com.br/#q=Nota+T%C3%A9cnica+n%C2%BA.+318%2F2013%2FSTN%2FSEAE%2FMF> com metodologia diversa ao Centro de Estudos do IBMEC mostra um custo de capital próprio real de 10,6% a.a. como mostra a Tabela 01.

TABELA 01

Estimativa do Custo Ponderado de capital (WACC) para Concessão de Rodovias
Fonte: Tesouro Nacional Nota Técnica nº. 318/2013/STN/SEAE/MF

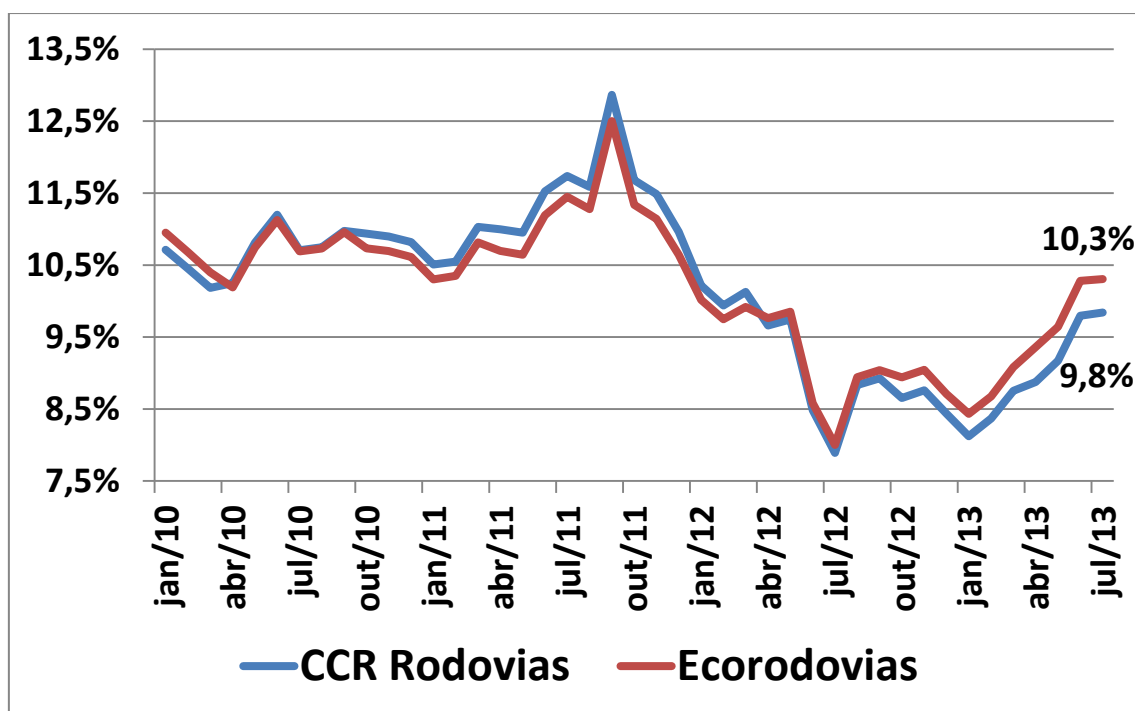
Resultado	
Estrutura de Capital	
(A) Participação Capital Próprio	40,00%
(B) Participação Capital Terceiros	60,00%
Custo do Capital Próprio (CAPM)	
(1) Taxa Livre de Risco	4,54%
(2) Taxa de Retorno do Mercado	9,99%
(3) Prêmio de Risco de Mercado	5,45%
(4) Beta Desalavancado	0,557
(5) IR + CSLL	34,00%
(6) Beta Alavancado = $\{(A) + (B) * [1 - (5)]\} / (A) * (4)$	1,11
(7) Prêmio de Risco do Negócio = (3) * (6)	6,04%
(8) Prêmio de Risco Brasil	2,78%
(9) Custo de Capital Próprio Nominal = (1) + (7) + (8)	13,36%
(10) Taxa de Inflação Americana	2,47%
(11) Custo Real do Capital Próprio (CAPM) = $[1 + (9)] / [1 + (10)] - 1$	10,63%
Custo do Capital de Terceiros	
(12) Taxa Livre de Risco	4,54%
(13) Prêmio de Risco Brasil	2,78%
(14) Risco de crédito	4,05%
(15) Custo Nominal da Dívida (12) + (13) + (14)	11,37%
(16) Custo Nominal da Dívida Líquido de Impostos = (15) * [1 - (5)]	7,51%
(17) Taxa Real, em R\$ = $[1 + (15)] / [1 + (10)] - 1$	4,92%
WACC	
(18) WACC = (A) x (11) + (B) x (17)	7,20%

O Gráfico 01 apresenta o custo de capital próprio estimado pelo Centro de Estudos do IBMEC para a CCR e Ecorodovias no período de janeiro de 2010 a julho de 2013.1

¹ Para ver o estudo completo sobre estimativas do custo de capital próprio no Brasil acesse: http://www.cemec.ibmec.org.br/download/INDICADORES_CEMEC_CUSTO_CAPITAL_PROPRIO_MENSAL_METODOS%201%20e%202.pdf

GRÁFICO 01

Estimativa do Custo de Capital Próprio Real Fonte: Centro de Estudos do IBMEC - método 2

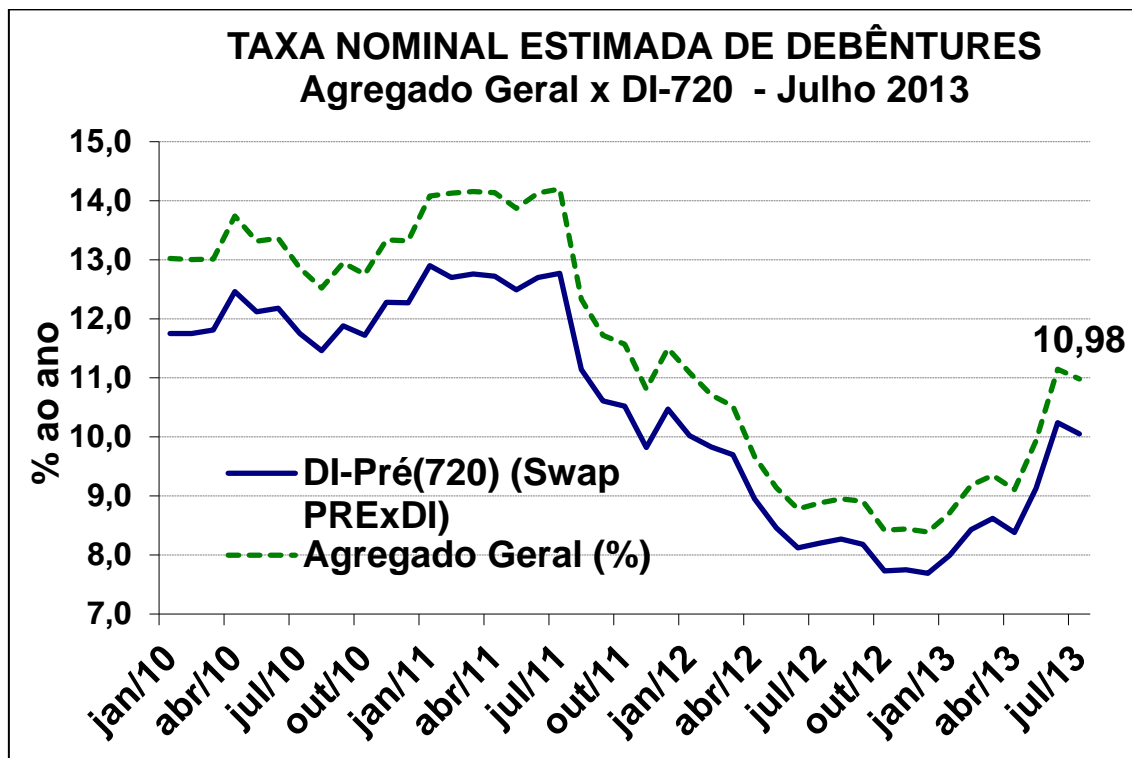


Como se observa na Tabela 01 e no Gráfico 01 as estimativas de custo de capital próprio são bastante próximas. Entretanto deve-se lembrar de que o Centro de Estudos do IBMEC calculou o custo de capital próprio de duas companhias abertas em operação, com demanda de tráfego verificada e obras realizadas. É razoável supor que os riscos de construção dos trechos de novas concessões acrescidos dos riscos de demanda efetiva entre outros gerasse um adicional de prêmio de risco nesses casos.

É interessante comparar também a taxa de custo de capital de terceiros utilizada na Nota Técnica do Tesouro com algum indicador de custo de mercado. Para tanto, utiliza-se as estimativas feitas pelo Centro de Estudos do IBMEC com base nas taxas de juros praticadas no mercado secundário de debentures, apresentadas no Gráfico 2.

GRÁFICO 02

Estimativa do Custo de Capital Terceiros Nominal Fonte: Centro de Estudos do IBMEC



Novamente verifica-se que o número utilizado pelo Tesouro (11,37%a.a.) é muito próxima das calculada para o último mês de julho, de cerca de 11%a.a. A observação relevante aqui diz respeito ao fato de que em média os prazos praticados atualmente no mercado de debêntures são consideravelmente menores que os necessários para financiar as concessões, fazendo com que as taxas calculadas não incluam prêmio adicional observável para prazos mais longos.

Conclui-se que a taxa de custo de capital próprio agora utilizada nas concessões rodoviárias pelo Governo é semelhante à estimativa do Centro de Estudos do IBMEC da taxa de retorno requerida por acionistas para investirem em companhias abertas de concessão rodoviária listadas na BM&FBOVESPA, ao mesmo tempo em que o custo nominal da dívida utilizado se aproxima do observado no mercado de debêntures.

Entretanto, a utilização desses indicadores provavelmente subestima o custo médio ponderado do capital (WACC) apropriado para as novas concessões, seja porque o custo de capital próprio nesses casos é mais alto para cobrir maiores riscos de demanda e do custo dos investimentos seja porque o custo de dívida utilizado reproduz o custo de debentures que em média têm prazo inferior ao das concessões.

Em resumo, embora esses números possam ser usados como indicadores mais próximos do mercado, sua utilização para tabelamento da TIR, como qualquer tabelamento de preços, em geral não coincide com as taxas de mercado específicas de cada projeto e pode ter implicações negativas para os leilões. A determinação da taxa de retorno num processo concorrencial certamente representaria solução superior e ajustada às expectativas de risco e retorno de cada trecho ou projeto de concessão.

Para ver o estudo completo sobre estimativas do custo de capital próprio no Brasil acesse:

http://www.cemec.ibmec.org.br/download/INDICADORES_CEMEC_CUSTO_CAPITAL_PROPRIO_MENSAL_METODOS%201%20e%202.pdf