

Aplicação da metodologia do Fluxo de Caixa Marginal para as concessões paulistas

Por: Fernando Fernandes Neto

A estrutura do Fluxo de Caixa Marginal (FCM) foi confeccionada de maneira a atender os interesses públicos, principalmente no que tange à grande necessidade de investimentos em infraestrutura para o destravamento do desenvolvimento da economia brasileira.

De acordo com o Artigo 37, inciso XXI da Constituição Federal, todo e qualquer reequilíbrio contratual deve ser feito de maneira a manter as condições de rentabilidade, não acarretando em lucro ou prejuízo econômico em relação à proposta original.

Por outro lado, grande parte dos contratos de concessão de rodovias foram celebrados em meados da década de 1990, período no qual o Brasil tinha um risco país EMBI[1] superior aos 1000 pontos – hoje está na casa dos 200 pontos – e uma taxa real de juros básica[2] superior à 20% ao ano (atualmente a taxa real de juros básica gira em torno de 3% ao ano). Logo, é natural que o custo de oportunidade do investidor privado superasse facilmente os 20% ao ano, tanto que esta expectativa de rentabilidade foi naturalmente traduzida nas taxas internas de retorno (TIR) das propostas apresentadas à época dos certames.

Dada toda esta mudança macroeconômica, o Estado teria uma perda muito grande em termos de utilidade se reequilibrasse o contrato nos termos originais, sempre que fosse necessária a execução de investimentos não previstos originalmente pelo parceiro privado, pois, ao reequilibrar pela TIR original, e fazer uso do capital privado para expandir a infraestrutura, por exemplo, este deveria aumentar em muito as tarifas ou prorrogar muito os prazos de concessão, comprometendo a geração atual (em caso de tarifa, diminuindo a renda disponível para consumo), ou as gerações futuras (em caso de prazo, adiando a geração de caixa decorrente de novas relitações).

Por outro lado, o Estado já vive uma complicada situação orçamentária, visto que, teoricamente, a um custo de oportunidade zero ou a taxas inferiores (à TIR) de captação via emissão de títulos de dívida pública, poderia o próprio Estado fazer os investimentos necessários, comprometendo investimentos em outras áreas igualmente carentes e importantes, ou comprometendo o nível de endividamento público, e logo, o fluxo de caixa futuro.

Pensando em todos estes problemas, foi desenhada a estrutura atual do FCM no Estado de São Paulo.

O primeiro ponto da metodologia do FCM é diminuir do parceiro privado grande parte dos riscos que são passíveis de ser absorvidos pelo Estado, como por exemplo, o risco de tráfego que tende a ser um dos principais fatores explicativos da TIR, através de instrumentos de controle econométricos[3] modernos e do estabelecimento de um advento contratual flexível, de maneira a garantir o reequilíbrio na exata medida do desequilíbrio.

O segundo ponto da metodologia, igualmente importante, é a eliminação do risco de partes relacionadas, através da introdução de um sistema de *enforcement* de eficiência, com um sistema de compartilhamento de ganhos de eficiência, que, através de expectativas racionais de incremento da rentabilidade e do acúmulo de aprendizado de gestão, permita a alavancagem da TIR marginal por parte do parceiro privado, não permitindo o esvaziamento do lucro por empresas relacionadas, e aumentando a possibilidade de redução de prazo a ser concedido.

O terceiro e último ponto é o estabelecimento de uma taxa interna de retorno que seja compatível com o custo de capital setorial nos dias atuais. A fim de medir este custo de capital setorial, foi estabelecido um modelo no “estado da arte”[4] em termos de precificação dos diversos riscos os quais o privado está sujeito, através da evolução dos preços das empresas e dos principais fatores explicativos potenciais.

Portanto, é criada uma opção real de participação do parceiro privado na execução deste investimento marginal; cabe a ele decidir se a taxa de rentabilidade para este investimento marginal é atrativa ou não. Se, por um lado, a rentabilidade média do capital investido irá cair (média entre uma TIR “alta” e uma TIR “baixa”), por outro, haverá uma garantia de rentabilidade superior à taxa básica de juros por um tempo maior, garantindo um bom negócio a longo prazo.

Todo este processo de confecção da metodologia contou com participação significativa de todas as possíveis partes interessadas, destacando as próprias concessionárias [até mesmo os controladores indiretos delas (mercado de

ações]], e órgãos públicos interessados. Isto acabou por contribuir para o direcionamento de uma metodologia que atendesse as expectativas do parceiro privado, mitigando uma postura estatal mais impositiva, sendo este um dos principais fatores-chave para o sucesso do estabelecimento da metodologia.

Esse sucesso foi traduzido em investimentos de mais de 300 milhões de reais (valores de 2012) para a construção de dispositivo complexo viário na entrada de Cubatão (SP), junto à concessionária Ecovias, e tem sido fortemente cogitado também para a construção do chamado Trevão de Ribeirão (SP), junto às concessionárias Autovias e ViaNorte.

Em suma, o FCM como foi desenhado, para o setor de concessão de rodovias do Estado de São Paulo, objetiva ser o ponto de encontro entre o interesse público e o interesse privado, absorvendo os riscos que demonstraram ser absorvíveis ao longo de anos de experiência na gestão dos contratos, abrindo opções tanto para o Estado (para a promoção do desenvolvimento) quanto para o parceiro privado (de atendimento a níveis de rentabilidade esperados). Cabe ainda ressaltar que a metodologia do FCM, como foi desenhada, pode ser facilmente replicável para outros setores de infraestrutura e serviços públicos no Brasil e no exterior.

Fernando Fernandes Neto

MBA em Engenharia Financeira pela Escola Politécnica da USP, Mestrando em Engenharia de Processos Industriais pelo Instituto de Pesquisas Tecnológicas do Estado de São Paulo.

[1]Risco de calote sobre os títulos públicos que condensam grande parte das incertezas políticas e econômicas do país, calculado pelo Banco JPMorgan.

[2]Taxa Nominal (que é a SELIC publicada nos meios de comunicação) descontada a inflação, no caso IPCA.

[3]Econometria é um conjunto de ferramentas estatísticas/matemáticas que permitem quantificar/medir fenômenos econômicos e financeiros.

[4]A estimação do custo de capital foi referenciada nos principais estudos que deram o Prêmio Nobel de Economia a Fama e Schiller em 2013