

APLICAÇÃO DA ANÁLISE POR OPÇÕES REAIS PARA O ABANDONO CONTRATUAL EM CONCESSÕES RODOVIÁRIAS: PROPOSIÇÃO DE REMÉDIO REGULATÓRIO SOBRE O VALOR DA INDENIZAÇÃO POR INVESTIMENTOS NÃO AMORTIZADOS

Felipe do Amaral Costa

Pesquisador bolsista do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Diset/Ipea). *E-mail*: felipeamaralcosta@gmail.com.

Fabiano Mezadre Pompermayer

Técnico de planejamento e pesquisa na Diset/Ipea. *E-mail*: fabiano.pompermayer@ipea.gov.br.

DOI: <http://dx.doi.org/10.38116/td2961-port>

Quando se discute o término antecipado de contratos de concessão, a indenização pelos investimentos em bens reversíveis é uma questão central, que possui efeitos diretos sobre os interesses das partes. Por um lado, sem justa compensação, além de representar possível ato de enriquecimento ilícito por parte da administração pública e empecilho à financiabilidade do projeto, o parceiro privado fica subjugado às ações do poder concedente e, como resultado, desencorajado a adimplir com as obrigações assumidas. Por outro lado, valores excessivos também prejudicam a melhor *performance* do concessionário no cumprimento de investimentos, prazos e níveis de serviços acordados.

A experiência internacional mostra que comumente são adotados três métodos para se estabelecer a indenização por investimentos em bens reversíveis em casos de extinção antecipada: i) valor contábil; ii) valor de mercado; e iii) valor da dívida financiada. Importa destacar que todos esses modelos possuem vantagens e desvantagens quanto à sua aplicação e não há consenso sobre a melhor forma de equacionar a questão. De qualquer sorte, é recomendado que a regra escolhida seja explicitada previamente no contrato.

A metodologia adotada no setor rodoviário brasileiro assemelha-se à de indenização pelo valor contábil. Reclamam sobre esse modelo críticas sobre os incentivos adversos e o risco moral. A depender do caso, o pagamento pode ser insuficiente (o que pode criar problemas com financiadores) ou excessivo (incentivo ao inadimplimento do parceiro privado).

Assim, este texto para discussão tem o objetivo de propor metodologia para o cálculo dos valores de indenização para a extinção antecipada de concessões rodoviárias. Sugere-se a complementação do atual modelo pela limitação da compensação ao valor economicamente recuperável do ativo, obtido pela aplicação das regras de *impairment* estimadas em função dos níveis de tráfego simulados, pois o risco de tráfego (demanda) é alocado ao concessionário nos contratos de concessão de rodovias federais.

O trabalho analisa, por meio da aplicação da teoria das opções reais, o valor adicionado pela opção de devolução de um projeto de concessão rodoviária com a indenização calculada pela metodologia vigente e pelo valor contábil com reconhecimento de perdas. Os resultados mostram que, para o término por caducidade, o

SUMEX

valor da opção de abandono, detida pelo concessionário, diminui de R\$ 478,32 milhões (ressarcimento por valor contábil) para R\$ 1,90 milhão com a aplicação do *impairment*. A probabilidade de exercício se reduz de 90,55% para 2,32%. Na extinção por encampação, a opção de compra, de posse do poder concedente, tem o seu valor (R\$ 117,27 milhões) e a sua probabilidade (77,38%) anulados.

Além da avaliação quantitativa, o texto discute a formulação de um modelo para a estruturação de projetos, utilizando parâmetros contratuais predeterminados para a limitação da compensação com base no desempenho do tráfego realizado em relação ao previsto. O método proposto pode ser utilizado tanto para extinções amigáveis quanto para caducidade e encampação. Essa é uma contribuição para aprofundar o debate sobre a regulação econômica nos contratos de concessão.