

## **UM ESTUDO DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DA CONCESSÃO DA RODOVIA BR-040 (JUIZ DE FORA – MG À BRASÍLIA – DF)**

### *A STUDY OF THE ECONOMIC-FINANCIAL PERFORMANCE OF THE CONCESSION OF HIGHWAY BR-040 (JUIZ DE FORA – MG TO BRASÍLIA – DF)*

**ALEXANDRE REBELO ARCANJO**

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). E-mail: [ararcanjo@gmail.com](mailto:ararcanjo@gmail.com)

**RENATA TUROLA TAKAMATSU**

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). E-mail: [rettakamatsu@gmail.com](mailto:rettakamatsu@gmail.com)

**PAULA ROBERTA DOS SANTOS**

Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). E-mail: [paularoberta.rs@gmail.com](mailto:paularoberta.rs@gmail.com)

**Resumo:** A rodovia BR-040 representa um dos principais corredores viários do Brasil. Em decorrência da acentuada escassez de recursos públicos para a conservação, manutenção e ampliação da infraestrutura rodoviária, as concessões rodoviárias às iniciativas privadas passaram a ser uma importante alternativa. A concessão da BR-040, no trecho entre Juiz de Fora e Brasília, ocorreu em meados de 2013 e a concessionária Via 040 se tornou responsável pela administração da rodovia a partir de 2014. Contudo, em 2019, a concessionária solicitou a rescisão do contrato de concessão alegando dificuldades financeiras e operacionais. Diante disso, este estudo objetivou analisar as demonstrações contábeis da concessionária, a fim de verificar o seu desempenho econômico-financeiro por meio das técnicas de análise horizontal e vertical, e dos indicadores de liquidez, endividamento e estrutura de rentabilidade no lapso de 2014 e 2018. A abordagem qualitativa e quantitativa possibilitou encontrar baixíssimos índices de liquidez, estrutura de endividamento desequilibrada e altamente dependente de capital de terceiros, além de índices de rentabilidade negativos.

**Palavras-chave:** *Concessões rodoviárias; Demonstrações contábeis; Desempenho econômico-financeiro.*

**Abstract:** *The BR-040 highway represents one of the main road corridors in Brazil. Due to the marked scarcity of public resources for the conservation, maintenance and expansion of road infrastructure, road concessions to private initiatives have become an important alternative. The concession of the BR-040, on the stretch between Juiz de Fora and Brasília, took place in mid-2013 and the Via 040 concessionaire became responsible for managing the highway from 2014 onwards. However, in 2019, the concessionaire requested the termination of the contract of concession alleging financial and operational difficulties. Therefore, this study aimed to analyze the financial statements of the concessionaire, in order to verify its economic-financial performance through horizontal and vertical analysis techniques, and the indicators of liquidity, indebtedness and profitability structure in the period of 2014 and 2018. The qualitative and quantitative approach made it possible to find very low liquidity ratios, an unbalanced debt structure and highly dependent on third-party capital, in addition to negative profitability ratios.*

**Keywords:** *Highway concessions; Accounting statements; Economic-financial performance.*

## 1 INTRODUÇÃO

Os meios de transporte e a infraestrutura rodoviária são fundamentalmente importantes para o desenvolvimento socioeconômico de qualquer país. O modal rodoviário se destaca no Brasil como o principal meio de transporte de cargas, responsável por 64,8% de participação na matriz de transporte de cargas do país (CNT, 2021).

Motivada pela acentuada escassez de recursos públicos que conduziu a uma crescente deterioração da qualidade das rodovias, a concessão da infraestrutura rodoviária tornou-se uma realidade no país. A iniciativa privada, por intermédio de uma concessão do ente público, passa a explorar uma atividade pública por sua conta e risco, com prazo e em condições previamente estabelecidos (CAMPOS *et al.*, 2018).

O serviço público é delegado à iniciativa privada mediante a um processo de licitação e, subsequente, contrato de concessão. A tarifa inicial de pedágio é definida no processo licitatório, com base no edital que estabelece, entre outros parâmetros, os investimentos necessários e o seu cronograma, o número e a localização das praças de pedágio e o prazo da concessão (CAMPOS *et al.*, 2018).

Durante a vigência do contrato de concessão, o ente público assume o papel de regulador. Dal Maso (2012) explica que as atividades de regulação econômica podem ser de dois tipos: regulamentação e fiscalização. A regulamentação define regras e estabelece parâmetros técnicos de qualidade, competitividade e tarifação. Isto posto, a avaliação dos indicadores de qualidade, disponibilidade e continuidade, o controle de tarifas de entrada e saída das firmas no mercado, constituem exemplos de atividades de regulamentação. A fiscalização, por sua vez, trata-se da verificação do cumprimento das regras e exigências dos contratos por parte das concessionárias.

Dessa maneira, a análise das demonstrações contábeis das concessionárias de rodovias torna-se uma ferramenta fundamental para o exercício do papel regulador e fiscalizador do Estado. Com essas demonstrações, pode-se verificar se os parâmetros econômicos e financeiros da concessão estão sendo observados, mantendo-se a qualidade e a continuidade dos serviços prestados pela concessionária de maneira satisfatória ao usuário, sem prejuízos para os entes públicos ou privados participantes da concessão.

A concessão de rodovias com cobrança de pedágios deve garantir o investimento e a manutenção constante em trechos rodoviários estratégicos, a fim de alcançar o desenvolvimento da infraestrutura do país. Essas rodovias possuem um fluxo intenso de veículos e há um desgaste rápido do pavimento que nem sempre pode ser recuperado com os recursos públicos. Além da manutenção, as concessionárias também devem prestar serviços de atendimento aos usuários, em especial, o atendimento médico de emergência em acidentes e o serviço de guincho para veículos avariados na rodovia (BARBO *et al.*, 2010).

Gomes (2015) salienta, de início, que a avaliação do desempenho econômico-financeiro das concessionárias é uma forma de constatar a eficiência dos contratos de concessão em relação à maximização do bem-estar entre as entidades envolvidas (governo, concessionárias e usuários da rodovia). Neste contexto, a rodovia BR-040 teve o trecho compreendido entre Juiz de Fora (MG) e Brasília (DF) concedido à iniciativa privada no ano de 2013. A companhia responsável pela administração da rodovia é a Via 040 e suas operações começaram em 2014. Após a realização dos investimentos iniciais, com a duplicação de trechos e construção de estrutura para prestação dos serviços, iniciou-se a cobrança de pedágio dos usuários da rodovia. Contudo, em 2019, a concessionária solicitou a devolução amigável do contrato e, assim, a descontinuidade do negócio, alegando dificuldades financeiras e operacionais (CONCESSIONÁRIA BR-040 S.A, 2019).

É importante para o órgão regulador acompanhar, de fato, o desempenho econômico-financeiro e operacional de suas empresas reguladas de forma rotineira, para certificar-se de que serão capazes de cumprir suas obrigações contratuais futuras e de que os usuários dos serviços serão plenamente atendidos (GOMES, 2015). Nesse setor, os contratos considerados eficientes são aqueles em que as concessionárias conseguem obter retorno financeiro justo sem deixar de cumprir suas obrigações contratuais. Assim, os objetivos dos parceiros envolvem a prestação de serviço adequado à sociedade, tecnicamente por meio de uma tarifa justa e minimizando seus custos de transação (Poder Concedente), e a manutenção do negócio que gere rentabilidade e lucratividade, além de valor para o acionista (Concessionária) (GOMES, 2015).

É neste contexto que surge o objetivo geral desta pesquisa, que consiste em analisar o desempenho econômico-financeiro da concessão da rodovia BR-040 (Concessionária Via 040), nos cinco anos, 2014 a 2018, anteriores ao pedido de devolução amigável da concessão. Dentre os objetivos específicos, destacam-se: i) identificar e analisar os indicadores econômico-financeiros mais adequados para avaliar a concessão; e ii) conhecer a liquidez, o endividamento e a rentabilidade da concessão no período de cinco anos anteriores ao pedido de devolução da concessão, além de identificar os fatores críticos para o desempenho da concessionária.

Por ser um setor com bastante representatividade na economia e que presta serviços em nome do governo para a sociedade por intermédio de contratos longos e onerosos, justifica-se a escolha das concessões rodoviárias como objeto de estudo. Espera-se que a pesquisa contribua para os estudos sobre a regulação do setor que se apresenta bastante dinâmico.

As concessões de rodovias no Brasil se realizaram em contextos econômicos e políticos bastante específicos. Concessões mais antigas, como a da Ponte Rio-Niterói que já passou por nova licitação após o primeiro contrato ter seu tempo cumprido integralmente (ALVARENGA, 2015) e da Rodovia Presidente Dutra que se encontra na fase final do primeiro contrato e segue na fase de estudos para nova licitação (ANTT, 2020), não apresentaram problemas ao ponto de pedido de devolução da concessão. Todavia, concessões mais recentes como a da BR-040 (Via 040), apesar de todo estudo e planejamento inicial, alegam problemas de financiamento em seus projetos de concessão e a análise histórica das demonstrações contábeis dessas concessionárias pode colaborar para o entendimento dos motivos do declínio de tais concessões.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 A Concessão da BR-040

A rodovia BR-040 é uma rodovia federal que passou pelo processo de concessão à iniciativa privada em 2013 no trecho entre Juiz de Fora (MG) e Brasília (DF). A concessão com o prazo contratual de 30 anos prevê a recuperação, a operação, a manutenção, a conservação, a implantação de melhorias e a ampliação de um dos principais corredores rodoviários do Brasil (CONCESSIONÁRIA BR-040 S.A, 2019).

A Via 040 é a concessionária responsável pela gestão do trecho de 936,8 quilômetros. O percurso abrange 35 municípios e uma população de aproximadamente 8 milhões de habitantes (CONCESSIONÁRIA BR-040 S.A, 2019). O leilão ocorreu em 27 de dezembro de 2013 e foi arrematado pelo grupo de Investimentos e Participações em Infraestrutura S.A. (Invepar), atual controlador da Via 040. O contrato de concessão previa a duplicação de 557,2 quilômetros num prazo de 5 anos, a implementação de 15 quilômetros de contornos de municípios em pista dupla, 10 quilômetros de vias marginais e a construção de 9 passarelas. A previsão inicial do governo é de que seriam investidos R\$7,92 bilhões ao longo de toda a concessão (CURY, 2013).

No ano de 2019, contudo, a Via 040 protocolou junto à Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) o pedido de rescisão amigável do contrato de concessão para que ocorresse um novo leilão do trecho e outra companhia assumisse a gestão (CONCESSIONÁRIA BR-040 S.A, 2019). Para a Via 040, o cenário econômico pós 2014, com enfraquecimento da atividade econômica, fez com que houvesse diminuição dos prognósticos de arrecadação da rodovia, onde houve menor circulação de pessoas e mercadorias. Ademais, a concessionária alega problemas externos para não conseguir investir mais na rodovia.

As condições colocadas àquela época – i.e., ano de 2014 – foram drasticamente alteradas por fatos supervenientes à gestão da concessionária, ou seja, não houve a participação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no financiamento de longo prazo dos investimentos necessários e as licenças ambientais para obras foram emitidas com atraso (INACIO, 2019).

### 2.2 Estudos Empíricos: Análise de Demonstrações Contábeis

A Tabela 1 apresenta um resumo dos estudos apresentados para empresas de setores diferentes de concessões rodoviárias, demonstrando os principais métodos empregados e os resultados obtidos pelos pesquisadores.

Tabela 1 – Estudos com análises de demonstrações contábeis de empresas

Autor(es)	Amostra	Método empregado	Resultados
Dias (2018)	Demonstrações contábeis da empresa de alimentos JBS.	Técnicas de análise horizontal, vertical e dos indicadores de desempenho. Análise qualitativa dos dados.	Empresa apresentou evolução positiva em relação ao período inicial, obtendo bons resultados e com perspectivas crescentes e positivas de retornos para seus sócios e acionistas, tendo por base, principalmente, os índices de liquidez e rentabilidade.

Niederauer, Vendruscolo, Sallaberry (2018)	Demonstrações contábeis da instituição financeira BANRISUL S.A.	Técnicas de análise horizontal, vertical e dos indicadores de desempenho. Comparação dos dados das demonstrações anteriores e posteriores ao IPO da empresa.	Indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade da empresa não apresentaram alteração que pudesse ser justificada exclusivamente pela emissão de ações. A análise estrutural, entretanto, demonstrou o impacto que a abertura de capital representou sobre os saldos das contas do BANRISUL.
Lima (2020)	Demonstrações contábeis da Samarco Mineração S.A.	Técnicas de análise dos indicadores econômico-financeiros entre os anos de 2013 e 2017. Comparação dos dados anteriores e posteriores ao desastre ambiental decorrente do rompimento de uma barragem da empresa no município de Mariana (MG).	Resultados confirmaram a capacidade deficitária da empresa em honrar compromissos nos anos pós desastre ambiental. O impacto negativo na rentabilidade e endividamento passou a ter maior predominância do capital de terceiros devido aos empréstimos e financiamentos obtidos.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os estudos de Dias (2018), Niederauer *et al.* (2018) e Lima (2020) assemelham-se por aplicar os métodos de análise das demonstrações contábeis para a verificação da variação dos índices econômico-financeiros em determinados períodos, além da avaliação de tendências e de oscilações influenciadas por fatos específicos ocorridos no histórico das companhias objetos de estudo. Para tanto, precisam, todavia, observar as características peculiares de cada empresa e dos setores em que elas estão inseridas.

A Tabela 2 apresenta um resumo dos estudos analisados, sendo apresentado os métodos empregados e os resultados obtidos pelos pesquisadores na análise das demonstrações contábeis das empresas do setor de concessões rodoviárias.

Tabela 2 – Estudos com análises de demonstrações contábeis de empresas em concessões

Autor(es)	Amostra	Método empregado	Resultados
Gomes, Casagrande, Hein, Lyra (2010)	Concessionárias que operam no mercado de ações.	Análise e descrição de dados coletados no site da Bovespa.	Maior parte das empresas utilizaram-se de capital de terceiros para realizar suas atividades, porém, apesar disto, o ROE apresentou um bom desempenho, de forma geral.
Gomes (2015)	Concessionárias de rodovias federais em operação no país.	Análise e descrição de dados das demonstrações contábeis, de relatórios operacionais e dos contratos de concessão. Técnicas de análise vertical, horizontal e índices econômico-financeiros. Análise de indicadores técnicos e operacionais.	Concessões mais eficientes nos aspectos econômico-financeiro e operacional foram as que apresentaram demanda média abaixo de 30 milhões de veículos por ano e com mais de 9 anos de contrato. Mostrou que o ativo intangível e o passivo não circulante são mais representativos para o setor e que o desempenho econômico-financeiro satisfatório não está, necessariamente, correlacionado com o desempenho operacional aceitável.
Salgado (2017)	Concessionárias de rodovias federais em operação no país.	Análise dos dados dos contratos e das demonstrações contábeis das concessionárias e do poder concedente, referentes ao exercício de 2015, para comparar o nível de eficiência, por etapa de contratação e a evidenciação dos ativos de infraestrutura.	Os achados da pesquisa evidenciaram que as diferenças contratuais das etapas de concessão não interferem no nível de eficiência dos serviços prestados. As rodovias federais não estão registradas nos balanços públicos ou mesmo nas demonstrações contábeis das empresas concessionárias.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os estudos de Gomes *et al.* (2010) e Gomes (2015) assemelham-se pela utilização dos métodos de análise vertical, horizontal e análise dos indicadores financeiros para descrever as características das empresas do setor de concessões rodoviárias, optando por analisar a liquidez, o endividamento e a rentabilidade destas.

Gomes (2015) vai além e busca, ainda, estabelecer uma relação entre essas características e a eficiência das concessionárias, procurando classificá-las quanto a um desempenho alto, mediano e baixo, além de ressaltar as características mais críticas para o setor.

O estudo de Salgado (2017) difere dos outros estudos citados, porque ele procura analisar a situação das concessionárias utilizando variáveis que refletem a prestação do serviço público mais relacionada às obrigações previstas no contrato de concessão. O autor fez comparações entre as diversas modalidades para a concessão das rodovias federais brasileiras e procurou estabelecer elementos que definissem a eficiência dos contratos quanto aos indicadores de desempenho, inexecuções contratuais e evidenciação contábil dos contratos de concessão. Para esse último quesito, ele analisou as demonstrações contábeis das concessionárias para verificar como se dá a evidenciação dos ativos de infraestrutura da concessão. Não há descrição de variação de índices de eficiência em função dos indicadores econômico-financeiros tradicionalmente utilizados na análise das demonstrações, mas sim da evidenciação das informações contábeis nas demonstrações das concessionárias.

### 3 METODOLOGIA

Com a intenção de responder, satisfatoriamente, à pergunta do problema de pesquisa e, assim, visando alcançar os objetivos do estudo, foi feita a análise das demonstrações contábeis da Concessionária BR-040 S.A., a fim de visualizar a variabilidade dos indicadores econômico-financeiros da empresa no período de 2014 a 2018 – i.e., os cinco últimos exercícios anteriores ao pedido de devolução amigável da concessão que ocorreu no ano de 2019.

Foram realizadas as técnicas de análise vertical e análise horizontal nas demonstrações Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração do Resultado de Exercício (DRE), e os indicadores de liquidez, de endividamento e de rentabilidade foram obtidos por intermédio da base de dados Economática®, uma ferramenta que consiste em um conjunto de módulos analíticos avançados, que opera em bases de grande largura e geram informações de alta confiabilidade (Economática, 2021). Os índices foram extraídos por ano entre dezembro de 2014 e dezembro de 2018, sendo usado como ferramenta para tratamento e detalhamento dos dados o *software* Microsoft Excel®.

#### 3.1 Amostra e fonte dos dados

A empresa selecionada para esta pesquisa é a Concessionária BR-040 S.A., ou Via 040, responsável pela concessão do trecho da BR-040 entre Brasília (DF) e Juiz de Fora (MG). Não há outra empresa com a mesma finalidade nesse trecho da rodovia. Por se tratar de uma amostra não-probabilística e por suas características específicas, deve ser enfatizado que os resultados encontrados não podem ser generalizados e, portanto, restringem-se à amostra usada.

#### 3.2 Técnicas e indicadores utilizados

Para a realização das técnicas de análise horizontal e vertical, foram selecionadas todas as contas e grupos de contas relacionados nas demonstrações contábeis da concessionária sob análise. Em relação aos indicadores econômico-financeiros, estes estão especificados na Tabela 3 abaixo, dada a relevância deles para análise da rentabilidade, da liquidez e do endividamento da concessionária no período estudado, conforme exposto no referencial teórico.

Tabela 3 – Especificação dos indicadores econômico-financeiros analisados

Análise	Indicadores
Liquidez	Liquidez Corrente
	Liquidez Seca
	Liquidez Geral
Endividamento e Estrutura	Capital de terceiros / Passivo + Pat. Líquido
	Capital de terceiros / Pat. Líquido
	Imobilização do Patrimônio Líquido
	Intangível / Patrimônio Líquido

Rentabilidade	Retorno sobre o Ativo (ROA)
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)
	Margem Líquida
	Giro do ativo
	Giro do Patrimônio Líquido

Fonte: Elaborado pelos autores

## 4 DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise Vertical

A análise vertical é desenvolvida por meio de comparações relativas entre valores afins ou relacionáveis identificados numa mesma demonstração contábil. Dessa maneira, ela permite que se conheçam todas as alterações ocorridas na estrutura dos relatórios sob análise (ASSAF NETO, 2009).

A Tabela 4 apresenta, por meio da análise vertical, a composição do ativo da empresa. É possível verificar que o ativo está bastante concentrado no Ativo Não Circulante, representado, principalmente, pelo Intangível. Somente no ano de 2014, o primeiro da concessão, houve uma participação maior do Ativo Circulante (33,3%) na composição do Ativo total, representado, especialmente, por recursos disponíveis em Aplicações Financeiras. A partir de 2015, por outro lado, as contas das disponibilidades imediatas ficaram quase nulas, não ultrapassando a fatia de 1,5% em nenhum dos períodos seguintes.

Após o ano de 2014, observou-se a concentração dos valores do Ativo total no Intangível, apresentando uma parcela superior a 92% a partir de 2015, crescendo até 95,4% no ano de 2017, e mantendo-se elevada em 2018 com 95,3%.

Tabela 4 – Análise vertical do Balanço Patrimonial – Contas Ativo

Contas Ativo	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Ativo total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>33,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,1%</b>
Caixa e equivalente de caixa	0,1%	0,2%	0,3%	0,9%	0,8%
Aplicações financeiras	32,3%	0,7%	1,0%	0,0%	0,0%
Contas a receber CP	0,0%	2,3%	2,1%	1,4%	1,7%
Estoques	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Impostos a Recuperar	0,6%	0,2%	0,5%	0,0%	0,1%
Despesas pagas antecipadamente	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
Outros ativos circulantes	0,2%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%
<b>Ativo não circulante</b>	<b>66,7%</b>	<b>95,9%</b>	<b>95,8%</b>	<b>97,3%</b>	<b>96,9%</b>
Realizável LP	1,3%	0,9%	0,2%	0,2%	0,3%
Imobilizado	3,3%	2,8%	2,3%	1,7%	1,2%
Intangíveis líquido	62,1%	92,2%	93,3%	95,4%	95,3%

Fonte: Dados da pesquisa.

A elevada contribuição dos valores do intangível foi explicada pela companhia em notas explicativas das demonstrações contábeis. A companhia contabiliza o contrato de concessão conforme a Interpretação Técnica ICPC 01 (R1), que especifica as condições a serem atendidas em conjunto para que as concessões públicas estejam inseridas em seu alcance. E, dentro do alcance da ICPC 01(R1), a infraestrutura não é registrada como ativo imobilizado da companhia, porque o contrato de concessão prevê apenas a cessão de posse dos bens para prestação de serviços públicos, sendo eles revertidos ao poder concedente ao término do contrato.

O intangível, portanto, é constituído pelo Contrato de Concessão de Serviços – Direito de Exploração da Infraestrutura, conforme ICPC 01. A companhia reconhece um intangível à medida que recebe autorização – i.e., o direito – de cobrar dos usuários do serviço público e não possui direito incondicional de receber caixa ou outro ativo financeiro do poder concedente (CONCESSIONÁRIA BR-040 S.A., 2015).

A ausência do registro da infraestrutura no ativo da empresa está coerente com o estudo de Salgado (2017), visto que o autor concluiu que a infraestrutura (rodovias) não está registrada como na conta do imobilizado nas demonstrações dos balanços patrimoniais das concessionárias de rodovias federais brasileiras que integraram o seu estudo.

A composição do ativo, representado pela elevada participação da conta do intangível, está em consonância com os resultados encontrados por Gomes (2015), que mostrou que os itens do Ativo Intangível são os mais representativos para as companhias do setor de concessões rodoviárias.

A composição do Passivo e do Patrimônio Líquido (PL) é apresentada, por intermédio da análise vertical, na Tabela 5 abaixo.

Tabela 5 – Análise vertical do Balanço Patrimonial – Contas Passivo e PL

Contas Passivo e PL	2014	2015	2016	2017	2018
Passivo e PL	100%	100%	100%	100%	100%
Passivo circulante	5,2%	71,8%	69,3%	60,4%	60,3%
Passivo não circulante	60,6%	1,8%	3,9%	7,9%	4,9%
Patrimônio líquido consolidado	34,2%	26,4%	26,7%	31,7%	34,8%

Fonte: Dados da pesquisa.

Pode-se observar que, no início da concessão, no ano de 2014, o Passivo Não Circulante, representado pelo total de Empréstimos e Financiamentos, compunha a maior parte do Exigível da companhia. No ano de 2015, no entanto, todo esse Passivo Não Circulante foi convertido em Passivo Circulante, visto que aumentou vertiginosamente de 5,2% em 2014 para 71,8% no ano de 2015. Além disso, no período houve uma queda considerável da participação do Patrimônio Líquido, de 34,2% em 2014 para 26,4% em 2015. Essa mudança representou um aumento da participação de terceiros no endividamento da companhia com redução da participação do capital próprio.

Os resultados da análise vertical do Passivo e do PL indicaram que a companhia optou pela captação de recursos de terceiros e transferiu, nesse mesmo período, grande parte dos Empréstimos e Financiamentos de longo prazo para o curto prazo. Na análise vertical do Ativo, não se observou um aumento da participação do Ativo Circulante para fazer frente às obrigações de curto prazo estabelecidas, o que pode comprometer a liquidez da companhia, conforme será discutido na análise de liquidez mais adiante.

Apesar de apresentar queda na participação nos anos seguintes, passando de 71,8% em 2015 para 60,3% no ano de 2018, o Passivo Circulante, representado pela conta de Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo, continuou a ser o maior e principal componente do exigível da companhia. Tal resultado, neste caso, contraria os resultados obtidos por Gomes (2015) que demonstraram que o Passivo Não Circulante é o componente mais representativo das empresas do setor pelo fato de os principais financiamentos estarem classificados como de longo prazo.

A partir de 2016, o Patrimônio Líquido aumentou a sua participação na composição em todo o período analisado. Esse aumento é percebido, especialmente, pela participação do Capital Social ter aumentado. Tal comportamento reflete um aumento do capital próprio na composição do financiamento da empresa.

Entre os anos de 2016 e 2018, o capital social aumentou sua contribuição de 26,4% para 47,1% do total das contas do Passivo e PL. Porém, tal aporte não foi acompanhado pelo resultado anual da concessão, visto que a conta de Lucros Acumulados não contribuiu positivamente para a composição do Patrimônio Líquido e, no ano de 2018, atingiu o índice de -12,3% em relação ao total.

A Tabela 6 apresenta o resultado da análise vertical da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) no período estudado.

Tabela 6 – Análise vertical da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).

Contas DRE	2014	2015	2016	2017	2018
Receita líquida operacional	100%	100%	100%	100%	100%
Lucro bruto	1,0%	14,5%	22,1%	28,3%	28,7%
Despesa (receita) operacional	10,6%	19,7%	7,7%	9,4%	35,8%
EBIT	-9,6%	-5,2%	14,4%	19,0%	-7,1%
Resultado financeiro	3,3%	-2,7%	-7,0%	-13,5%	-25,2%
LAIR	-6,3%	-7,9%	7,4%	5,5%	-32,3%
Lucro líquido	-4,2%	-8,2%	5,3%	-3,0%	-32,8%

Fonte: Dados da pesquisa.

Tomando como base a Receita Líquida, observa-se a importante representação do Custo do Serviço Prestado que, apesar de decrescente no período, passando de 99,0% em 2014 para 71,3% em 2018, continuou a ser o principal componente redutor da receita líquida. As Despesas Operacionais somente foram cobertas pelo Lucro Bruto nos anos de 2016 e de 2017, sendo que, a partir de então, aumentaram a sua participação consideravelmente chegando a ser responsável por 35,8% da Receita Líquida em 2018.

O Resultado Financeiro foi positivo somente no primeiro ano da concessão. A partir do ano de 2015, a sua participação negativa, em relação à Receita Líquida, foi aumentando, indo de -2,7% em 2015 para -25,2% em 2018, contribuindo para o pior resultado da concessão nesse último ano. Destaca-se, ainda, que o Resultado Financeiro foi impactado, principalmente, pelas Despesas Financeiras. No ano de 2014, as Despesas Financeiras representavam apenas 0,1% da composição das contas da DRE em relação à Receita Líquida. A partir de 2015, com a obtenção de Financiamento, as Despesas Financeiras passaram a aumentar consideravelmente até atingir o índice de 25,3% em 2018.

Esse aumento da participação das Despesas Financeiras na DRE contrasta com a redução da composição dos Empréstimos e Financiamentos no Passivo do Balanço Patrimonial a partir de 2016. Esse comportamento evidencia um aumento do custo de capital de terceiros ao longo do tempo.

Por fim, o Lucro Líquido foi negativo – i.e., apresentou-se prejuízo – nos dois primeiros anos. Apresentou recuperação no ano de 2016, chegando a 5,3% em relação à Receita Líquida. Porém, voltou a ficar negativo nos anos seguintes, chegando a -32,8% da Receita no último ano analisado, 2018.

#### 4.2 Análise Horizontal

A análise horizontal anual, feita considerando as variações das contas de cada exercício em relação ao ano anterior, permite que se avalie a evolução das contas de cada demonstração financeira em intervalos sequenciais de tempo. A Tabela 7 apresenta os resultados de tal análise para a Via 040.

Os valores absolutos são apresentados para que seja observada a representatividade de cada conta em relação ao grupo de contas, conforme resultado da análise vertical. Dessa forma, será observado principalmente a variação temporal das contas mais representativas.

Tabela 7 – Análise horizontal do Balanço Patrimonial – Em milhares de reais

Contas BP	2014	2015	AH	2016	AH	2017	AH	2018	AH
<b>Contas Ativo</b>									
Ativo total	859071	1217843	42%	1507193	24%	1664320	10%	1599555	-4%
Ativo circulante	286359	49687	-83%	63829	28%	45223	-29%	49669	10%
Ativo não circulante	572712	1168156	104%	1443364	24%	1619097	12%	1549886	-4%
<b>Conta Passivo e PL</b>									
Passivo e PL	859071	1217843	42%	1507193	24%	1664320	10%	1599555	-4%
Passivo circulante	44970	874561	1845%	1044880	19%	1004572	-4%	965104	-4%
Passivo não circulante	520605	22343	-96%	59497	166%	131400	121%	78381	-40%
PL consolidado	293496	320939	9%	402816	26%	528348	31%	556070	5%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se aumento do Ativo Total a cada ano até 2017, impulsionado, principalmente, pelo aumento do Intangível no grupo do Ativo Não Circulante. Esse aumento do Intangível foi decorrente da realização de obras e melhorias na infraestrutura realizadas no período. Em virtude da aplicação do ICPC 01 para contratos de concessão, esses valores não foram registrados no Imobilizado, mas sim no Intangível, conforme já discutido no item anterior que tratou da análise vertical.

Adicionalmente, o aumento expressivo do Passivo Circulante observado no ano de 2015, foi consequência do aumento verificado nos Empréstimos e Financiamentos e na transferência dos valores do financiamento de longo prazo para o curto prazo. O Passivo Circulante continuou a aumentar (19%) em 2016, impulsionado pelo aumento de Empréstimos e Financiamentos CP (23%). Nos anos seguintes, o Passivo Circulante apresentou quedas pouco representativas em 2017 (-4%) e em 2018 (-4%), com relação ao seu abrupto crescimento inicial. Além disso, os Empréstimos e Financiamentos de CP reduziram apenas -1% e -7% nos anos finais, 2017 e 2018, respectivamente.

O Patrimônio Líquido Consolidado evoluiu, positivamente, durante o período analisado. Tal evolução, porém, decorreu do aumento do Capital Social que recebeu aportes em todos os anos, mas estes não se originaram dos resultados da concessão. Os prejuízos acumulados não foram compensados a ponto de se tornarem lucro, visto que somente no ano de 2016, obteve-se um resultado positivo. Nos anos iniciais, 2014 e 2015, o prejuízo acumulado aumentou 156% e no último ano analisado, ano de 2018, o prejuízo acumulado aumentou 214% em relação ao ano anterior.

A Tabela 8 apresenta os resultados da análise horizontal da DRE. Da mesma forma que na análise horizontal do BP, os percentuais de variação foram calculados tomando-se como base os valores do ano anterior, ou seja, análise anual.



Tabela 8 – Análise horizontal da Demonstração do Resultado do Exercício – Em milhares de reais

Contas DRE	2014	2015	AH	2016	AH	2017	AH	2018	AH
Receita líquida	512431	671017	31%	506619	-24%	439094	-13%	409592	-7%
Lucro bruto	5074	97238	1816%	111940	15%	124464	11%	117385	-6%
Despesa (receita) operacional	54493	132280	143%	38780	-71%	41063	6%	146569	257%
EBIT	-49419	-35042	29%	73160	309%	83401	14%	-29184	-135%
Resultado financeiro	16890	-18269	-208%	-35687	-95%	-59074	-66%	-103024	-74%
LAIR	-32529	-53311	-64%	37473	170%	24327	-35%	-132208	-643%
Lucro líquido	-21504	-55057	-156%	26877	149%	-13158	-149%	-134328	-921%

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se que a Receita Líquida cresceu somente no primeiro ano da concessão. Nos demais exercícios a Receita foi decrescente, -24%, -13% e -7%, respectivamente, nos anos de 2016, 2017 e 2018. As receitas da concessionária são oriundas, principalmente, da arrecadação de tarifas de pedágio pagas pelos usuários da rodovia. Nesses mesmos anos, a conta dos Custos dos Serviços Prestados também caíram, mas em percentuais superiores à queda da Receita nos anos de 2016 (-31%) e 2017 (-20%), e no mesmo percentual em 2018 (-7%).

As Despesas Operacionais, por sua vez, apresentaram redução somente no ano de 2016 (-71%), o que contribuiu para o único exercício com o resultado líquido positivo – ou seja, lucro. Nos demais exercícios, as Despesas Operacionais aumentaram, contrastando com a redução dos Custos de Serviços Prestados, e destacando-se o aumento de 257% no último ano analisado.

O Resultado Financeiro apresentou variações negativas. As Receitas Financeiras apresentaram uma leve recuperação de 11% no ano de 2016, após uma queda considerável de -82% em 2015, e voltaram a decrescer em percentuais consideráveis de -64% e -55% em 2017 e 2018, respectivamente. Desse modo, as Receitas Financeiras não foram suficientes para suportar as Despesas Financeiras que cresceram vertiginosamente em 2015 (4.227%) e continuaram aumentando em percentuais acima de 50% nos demais anos.

Os resultados das análises horizontal e vertical do BP e da DRE evidenciam uma situação de dependência do capital de terceiros na estrutura de endividamento da companhia. A elevação do Passivo Circulante em patamares superiores aos das aplicações e disponibilidades no Ativo Circulante, evidencia um desequilíbrio na situação financeira da empresa. A participação das dívidas de longo prazo é baixíssima, o que reforça as observações de insuficiência da liquidez.

Ainda, os encargos financeiros dos financiamentos também se mostraram elevados e em ascendência, em níveis acima das taxas suportáveis pelo lucro operacional da empresa. Nos exercícios em que o resultado operacional foi positivo, o forte predomínio do capital de terceiros onerou o resultado da empresa em função do expressivo volume das despesas financeiras. Viu-se, também, que o aumento das Despesas Financeiras está relacionado com o aumento do custo para obtenção de capital de terceiros, por meio dos empréstimos e financiamentos. Conforme Assaf Neto (2007), empréstimos e financiamentos, contratados no mercado financeiro, formam o passivo oneroso, apurado por meio dos saldos médios destas contas expressas no Passivo. O custo de contratação desse capital ou custo de capital de terceiros, pode ser estimado por meio da divisão do total das Despesas Financeiras, contido na DRE, pelo passivo oneroso médio do período.

A Tabela 9 apresenta o custo de capital de terceiros estimado de acordo com esse método para a Via 040 no período entre os anos de 2015 e 2018.

Tabela 9 – Custo estimado do capital de terceiros

Exercício	2015	2016	2017	2018
Despesas Financeiras (milhares de R\$)	21463	39224	60336	103595
Empréstimos e Finan. Médio (milhares de R\$)	651339	870285,5	956598,5	919028
Custo estimado	3%	5%	6%	11%

Fonte: Dados da Pesquisa.

Os resultados encontrados evidenciam um aumento expressivo do custo de capital de terceiros, passando de 3% em 2015 para 11% no ano de 2018 e, também, explicam o aumento das Despesas Financeiras sem uma variação proporcional dos Empréstimos e Financiamentos que em 2018 até diminuíram em relação à 2017.

### 4.3 Análise da Liquidez

Os índices de liquidez avaliam a capacidade financeira das empresas em satisfazerem os seus compromissos para com terceiros. Evidenciam quanto a empresa dispõe de bens e direitos, realizáveis em determinado período, em relação às obrigações exigíveis no mesmo período. De forma geral, define-se que quanto maior a liquidez, melhor será a situação financeira da empresa (SZUSTER, 2013).

A Tabela 10 apresenta a variação dos índices de liquidez da Via 040 entre 2014 e 2018.

Tabela 10 – Índices de liquidez

Índices de liquidez	2014	2015	2016	2017	2018
Liquidez corrente	6,37	0,06	0,06	0,05	0,05
Liquidez seca	6,30	0,05	0,06	0,04	0,05
Liquidez geral	0,53	0,07	0,06	0,05	0,06

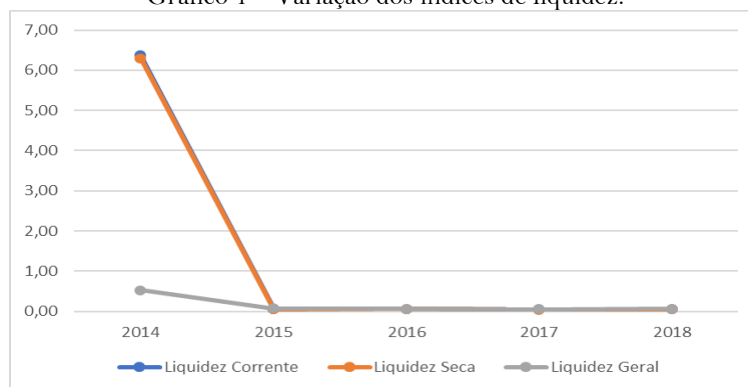
Fonte: Dados da Pesquisa.

Os índices de liquidez Corrente e Seca estão relacionados com a capacidade da empresa em dispor, principalmente, de recursos de curto prazo para pagar as suas dívidas circulantes, e diferem-se pelo fato de a liquidez Seca indicar o quanto a empresa poderá dispor de recursos circulantes sem vender os seus estoques e sem amortizar as despesas antecipadas. Observa-se que somente no ano de 2014, a empresa apresentou índices de liquidez Corrente e Seca elevados e próximos entre si, 6,37 e 6,30, respectivamente. Conforme observou-se na análise vertical do Ativo, as contas de Estoque e Despesas Antecipadas têm representação ínfima na composição do Ativo Circulante, o que explica a semelhança da variação dos índices de liquidez Corrente e Seca. Em 2014, a empresa dispunha de Aplicações Financeiras no Ativo Circulante que faziam frente ao Passivo Circulante, representado, naquele momento, por dívidas com Fornecedores.

O índice de liquidez Geral, segundo Szuster *et al.* (2013), representa a capacidade de pagamento de todo o passivo exigível da empresa, utilizando-se de todos os ativos realizáveis da entidade (Circulante e Realizável a Longo Prazo). Em 2014, os recursos do Ativo da empresa já estavam bastante concentrados no Intangível e os recursos realizáveis não faziam frente ao total do passivo exigível. Nesse ano, o índice de liquidez Geral apresentou-se em 0,53, indicando a baixa capacidade da companhia de dispor de recursos circulantes e de longo prazo para honrar os compromissos assumidos com terceiros.

No ano de 2015, todos os índices de liquidez despencaram abruptamente para valores próximos de 0 e, assim, permaneceram até 2018, conforme ilustrado pela Gráfico 1 abaixo.

Gráfico 1 – Variação dos índices de liquidez.



Fonte: Dados da pesquisa.

O aumento da concentração do Ativo no Intangível, a redução da participação do Ativo Circulante e o aumento representativo do Passivo Circulante com a aquisição e transferência de Empréstimos e Financiamentos de longo prazo para o curto prazo, são os principais fatores que evidenciam a queda abrupta dos índices de liquidez da concessionária em 2015.

A pesquisa de Gomes (2015), realizada com 13 concessionárias de rodovias federais, apresentou as médias de índices de liquidez Corrente, Seca e Geral em 0,197, 0,696 e 0,714, respectivamente, considerando os anos de 2009 a 2012. Em relação à Via 040, desconsiderando-se a liquidez do ano de 2014, quando ainda não havia se realizado o financiamento elevado de curto prazo, as médias de liquidez Corrente, Seca e Geral

foram de 0,055, 0,050 e 0,06, respectivamente, muito abaixo dos valores encontrados por Gomes (2015) para a média setor.

#### 4.4 Análise do Endividamento e Estrutura

Os índices de endividamento e estrutura avaliam a “segurança” que a empresa oferece aos capitais de terceiros e revelam a sua política de obtenção de recursos e de sua alocação nos diversos itens do Ativo. Cabe destacar, portanto, que o Ativo é financiado pelo capital próprio (Patrimônio Líquido) e por capitais de terceiros (Passivo). Logo, quanto maior for a participação de capitais de terceiros nos negócios, maior poderá ser o risco de terceiros (SZUSTER, 2013).

A Tabela 11 apresenta os índices de endividamento e estrutura da Via 040 entre 2014 e 2018.

Tabela 11 – Índices de endividamento e estrutura

Índices de endividamento e estrutura	2014	2015	2016	2017	2018
Capital de terceiros/(Passivo + PL)	65,8	73,6	73,3	68,3	65,2
Capital de terceiros/PL	192,7	279,5	274,2	215	187,7
Imobilização do PL	9,6	10,7	8,6	5,3	3,6
Intangível/PL	181,8	349,8	349	300,4	274,2

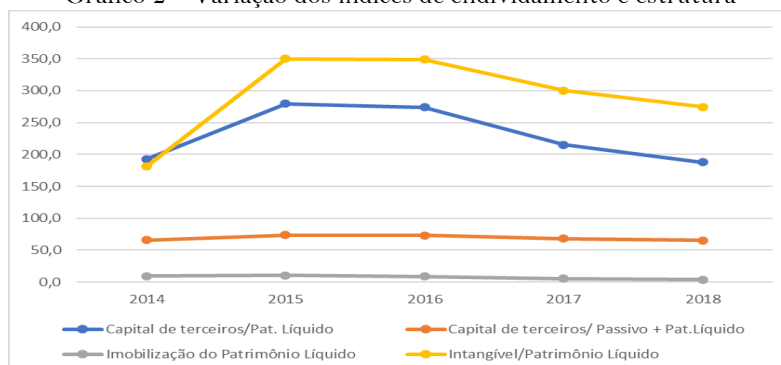
Fonte: Dados da pesquisa.

A relação “Capital de terceiros/Passivo + Pat. Líquido” indica a porcentagem de recursos totais da empresa que estão financiadas por capital de terceiros. Assaf Neto (2009) explica que essa medida ilustra a proporção dos ativos totais financiada mediante capital de terceiros, dado que os ativos totais devem corresponder a soma do Passivo com o Patrimônio Líquido. No caso da Via 040, os resultados evidenciaram uma elevada dependência do capital de terceiros, com índices superiores a 65% em todo o período analisado. Observou-se elevação desse índice no ano de 2015, atingindo-se seu maior valor de 73,6%. Nos anos subsequentes, ocorreu uma queda desses valores, voltando-se em 2018 ao índice de 65,2%, pouco abaixo do valor inicial em 2014 de 65,8%.

O comportamento de elevação no ano de 2015 e queda nos anos seguintes, mas, ainda, permanecendo em patamares relativamente altos, foi acompanhado pelo índice que determina a relação “Capital de terceiros/Pat. Líquido”. Segundo Assaf Neto (2009), a relação indica quanto a empresa tem de recursos de terceiros para cada unidade monetária aplicada de capital próprio.

No caso da Via 040, observa-se na Gráfico 2 que a tendência de queda da relação “Capital de terceiros/Passivo + Pat. Líquido” não ocorre na mesma intensidade que a tendência de queda da relação “Capital de terceiros/Pat. Líquido”, indicando-se, assim, que essa tendência de queda da dependência do capital de terceiros está mais relacionada com a elevação do Capital Próprio, pelo aumento do Capital Social, do que propriamente com a redução do capital de terceiros.

Gráfico 2 – Variação dos índices de endividamento e estrutura



Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação ao índice de Imobilização do PL, Szuster *et al.* (2013) explicam que este indicador corresponde ao quociente entre o Ativo Imobilizado e o Patrimônio Líquido e exprime o quanto do ativo imobilizado é financiado pelo seu Patrimônio Líquido, evidenciando a maior ou menor dependência de aporte de recursos de terceiros para manutenção de seus negócios que demandam ativos fixos. Entretanto, no caso

de contratos de concessão, o Imobilizado pode não atender à finalidade do indicador, dadas as considerações estabelecidas pelo ICPC 01 de registro no Intangível dos investimentos feitos na infraestrutura.

Dessa forma, foi calculado o índice considerando-se a relação “Intangível/Pat. Líquido”, e ficou evidenciado a baixa participação do PL na elevação do Intangível e, conseqüentemente, a utilização do capital de terceiros para financiar as principais atividades do negócio. Em 2015 e 2016, o Intangível chegou a ser quase 3,5 vezes maior que o Patrimônio Líquido e a tendência modesta de queda nos anos seguintes é decorrente do aumento do PL, pelo aumento do Capital Social, conforme também se pode observar na Gráfico 2.

Szuster *et al.* (2013) analisam que determinadas companhias podem conviver bem com o endividamento relativamente elevado, principalmente, quando o endividamento tiver um perfil de longo prazo, porém, a adequação deste índice dependerá da tendência demonstrada na análise de diversos exercícios e do custo financeiro dessas dívidas. Esse deveria ser o caso da Via 040, que possui um contrato de concessão que prevê a realização de grandes obras na infraestrutura, como a duplicação de todo o trecho, construção de várias passarelas, praças de pedágio e postos de atendimento aos usuários da rodovia, no prazo de 30 anos. Entretanto, a elevada dependência do capital de terceiros, apresentando um expressivo montante de Empréstimos e Financiamentos registrado no Passivo Circulante, além da presença constante de um crescimento das Despesas Financeiras, provocou uma considerável situação de desequilíbrio na estrutura de financiamento da concessão.

#### 4.5 Análise da Rentabilidade

A rentabilidade é o reflexo das políticas e das decisões adotadas pelos administradores da entidade, expressando o nível de eficiência e grau do êxito econômico-financeiros atingido. Para tanto, a análise da DRE em conjunto com o BP, é de fundamental importância. Segundo Szuster *et al.* (2013), os índices de lucratividade e rentabilidade podem ser avaliados de maneira que quanto maiores, melhor.

A Tabela 12 apresenta a variação do Retorno sobre o Ativo (ROA), do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), além dos indicadores de Margem Líquida, Giro do Ativo e Giro do Patrimônio Líquido da Via 040 no período de 2014 a 2018.

Tabela 12 – Índices de Rentabilidade

Índices de rentabilidade	2014	2015	2016	2017	2018
ROA (%)	-2,5	-4,5	1,8	-0,8	-8,4
ROE (%)	-7,3	-17,2	6,7	-2,5	-24,2
Margem líquida (%)	-4,2	-8,2	5,3	-3	-32,8
Giro do ativo	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3
Giro do PL	1,7	2,1	1,3	0,8	0,7

Fonte: Dados da pesquisa.

O ROA revela o retorno produzido pelo total de aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos. Observa-se que este apresentou valores negativos quando o Lucro Líquido do exercício foi negativo, ou seja, prejuízo do exercício. Para a Via 040, somente no ano de 2016, a rentabilidade sobre o ativo foi positiva, chegando a 1,8%. Em 2018, o índice apresentou seu pior resultado, -8,4%, em decorrência de um prejuízo líquido com taxa de crescimento de 921% em relação ao exercício anterior, demonstrado na Tabela 8.

O ROE revela a rentabilidade dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários. É obtido pela relação entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido. Da mesma forma que o ROA, o ROE da Via 040 apresentou-se positivo somente em 2016, quando atingiu o resultado de 6,7%. Nos demais exercícios, permaneceu negativo em decorrência dos prejuízos líquidos ocorridos e o seu pior resultado em 2018 (-24,2%), revelando um contraste, pois o Patrimônio Líquido estava em ascendência nos anos de 2017 e de 2018, conforme se verificou na análise horizontal, pelo aumento de Capital Social.

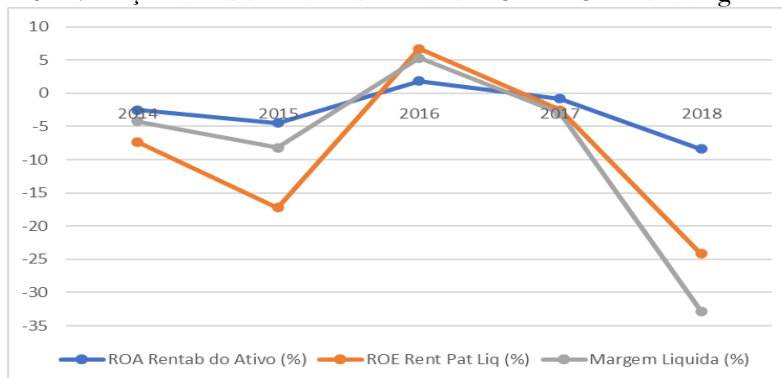
A diferença de comportamento quanto à intensidade da variação entre o ROA e o ROE revela a relação entre o Ativo Total e o Patrimônio Líquido, conforme discutido na análise da estrutura. A participação do capital próprio foi bem menor em relação à participação do capital de terceiros na estrutura da empresa e, portanto, o ROE oscilou com mais intensidade.

Para identificar as possíveis causas que determinaram as rentabilidades vistas acima, o detalhamento da composição do ROA e do ROE pode ser uma solução. Conforme pontua Assaf Neto (2009), o comportamento do ROE é função da rentabilidade nas vendas (Margem Líquida) e do Giro do PL, enquanto o comportamento do ROA pode ser explicado pela relação entre a Margem Líquida e o Giro do Ativo. Dessa

forma, a Tabela 12 apresentou a Margem Líquida e os Giros do Ativo e do Patrimônio Líquido da Via 040 no período estudado.

Conforme a Gráfico 3 abaixo, pode-se observar a variação do ROA, do ROE e da Margem Líquida, confirmando o resultado máximo no ano de 2016 e a tendência de queda nos exercícios finais do período estudado. Salienta-se que a Margem Líquida é obtida na análise vertical da DRE, expressando quanto que a empresa ganhou ou perdeu em cada unidade monetária de venda realizada. É calculada pelo quociente entre o Lucro Líquido e a Receita e representa uma medida da lucratividade obtida pela empresa (SZUSTER *et al.*, 2013).

Gráfico 3 – Variação dos índices de rentabilidade ROA e ROE e da Margem Líquida.

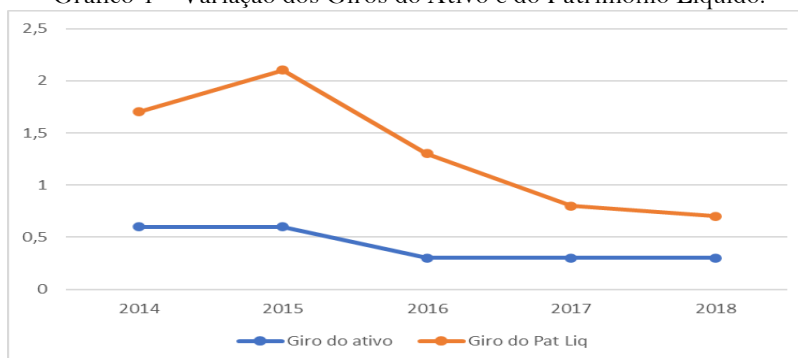


Fonte: Dados da pesquisa.

Com relação ao desempenho da Margem, podem ser manejados vários componentes do lucro, de modo que se reduzam os custos e as despesas, e se maximize o resultado. O resultado positivo no exercício de 2016 evidenciou que apesar de uma queda das receitas em relação ao ano anterior, a redução das Despesas Operacionais possibilitou que o Lucro Antes dos Juros fizesse frente ao Resultado Financeiro e a empresa atingisse um resultado positivo. Porém, nos exercícios seguintes, as receitas da firma continuaram a cair e não foi possível manter a redução das Despesas Operacionais que voltaram a subir. Dessa forma, o resultado financeiro continuou apresentando saldos negativos e mais dispendiosos.

O Giro, por sua vez, identifica o grau de eficiência com que o Ativo ou o PL são usados para a realização das vendas da empresa. Em outras palavras, revelam quantas vezes as vendas cobriram, em determinado ano, os ativos ou o patrimônio líquido da empresa (ASSAF NETO, 2009). A Gráfico 4 apresenta o comportamento dos Giros do Ativo e do Patrimônio Líquido da Via 040 no período de 2014 a 2018.

Gráfico 4 – Variação dos Giros do Ativo e do Patrimônio Líquido.



Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que a empresa operou com giro baixo do ativo e o comportamento do ROA acompanhou a Margem. O baixo Giro do Ativo, menor que 1 em todos os anos, é evidenciado pelo alto valor do Ativo diante das Receitas. Quanto ao comportamento do Giro do Patrimônio Líquido, observa-se que nos anos iniciais da concessão, o giro se eleva, passando de 1,7, em 2014, para 2,3 em 2015, impulsionados pelo aumento da Receita. Em 2016 reduz para 1,3 e nos anos seguintes passa a ficar abaixo de 1, evidenciando a redução das Receitas, em contraste com a decisão de se aumentar o Capital Social a taxas de 49% em 2017 e 27% em 2018, conforme disposto na Tabela 7. Demonstrou-se, dessa forma, que a decisão de elevar o Capital Social não foi acompanhado de aumento da Receita e, portanto, não houve reflexos em melhora do índice de Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido.

O resultado encontrado para o ROE da Via 040 se afasta dos resultados encontrados por Gomes *et al.* (2010), que demonstraram que 75% das concessionárias de rodovias estudadas por eles utilizaram-se do capital de terceiros para realizar as suas atividades. Mas, apesar disso, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, de forma geral, apresentou um bom desempenho. E, das 12 empresas estudadas por Gomes *et al.* (2010), somente 2 apresentaram o índice negativo sobre a rentabilidade do PL.

Em relação ao comportamento dos componentes do ROE, as observações são as mesmas relacionadas com o ROA, para os dois últimos anos estudados, 2017 e 2018 – i.e., a receita em queda, impactando negativamente o giro do PL, despesas operacionais em elevação e o resultado financeiro negativo, contribuíram para a obtenção de resultado líquido negativo.

Diante dos resultados obtidos para os indicadores de rentabilidade, é importante salientar que a definição de lucro possui raízes filosóficas nos conceitos econômicos de lucro, capital e manutenção da riqueza. Apesar de não ter sido objeto de análise deste estudo, destaca-se que a essência do conceito de lucro econômico reside no incremento do patrimônio líquido, decorrente das operações da entidade ou valorização dos seus ativos. Ele considera o custo de oportunidade, que engloba tanto os custos explícitos como os custos implícitos, e possui uma certa dificuldade quanto à mensuração devido à subjetividade que lhe é inerente (FUJI, 2004).

A análise das demonstrações da Via 040, indicam a inviabilidade econômica da empresa por sua incapacidade de gerar remuneração que atenda às expectativas mínimas de retorno de seus credores e acionistas a partir da apuração do resultado contábil. Se forem utilizadas medidas considerando o conceito de lucro econômico, a situação de inviabilidade do negócio ficará ainda mais explícita e reforçará a evidente opção pela descontinuidade do negócio.

Com relação ao contexto econômico da concessão no período estudado, verificou-se que a Associação Brasileira de Concessões Rodoviárias (ABCR) disponibiliza um índice que é referência econômica e que, em 2012, foi incorporado ao cálculo do Produto Interno Bruto (PIB) pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Com o passar dos anos, esse índice mostrou grande relevância na análise conjuntural da economia brasileira, dado que é indicador de alta frequência e que se correlaciona com indicadores econômicos relevantes, tais como a produção na indústria, as vendas no comércio varejista, os salários, dentre outros. Ele relaciona o fluxo de veículos nas rodovias sob concessão privada com o nível de atividade econômica do país, com a interpretação de que quanto maior o nível de atividade, maiores e mais frequentes serão os deslocamentos de veículos (ABCR, 2021).

O fluxo de veículos leves está relacionado com o consumo da população, com a renda disponível e com o nível de emprego. O fluxo de veículos pesados relaciona-se com o volume de produção industrial e agrícola. De acordo com um resumo dos dados da ABCR (2021), a Via 040 começou a atuar no ano de 2014 em um contexto de intensificação da recessão econômica, deterioração fiscal e aumento do desemprego. O cenário permaneceu complicado nos anos de 2015 a 2017, marcados por crise na confiança dos agentes do mercado, deterioração das contas públicas, desemprego e aumento do endividamento das famílias e das empresas. O ano de 2018 também foi marcado por instabilidade política e pela greve dos caminhoneiros.

Esse contexto auxilia na explicação para a redução observada nas receitas captadas pela cobrança de pedágio da Via 040, para o aumento do custo e redução das disponibilidades para a captação de recursos de terceiros para financiamento das atividades e, ainda, para os resultados negativos para os índices de rentabilidade e lucratividade do período.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo buscou evidenciar a situação econômico-financeira da concessão da rodovia BR-040 administrada pela Concessionária Via 040. Foram realizadas análises dos indicadores econômico-financeiros dos últimos 5 exercícios anteriores à decisão da companhia de solicitar a rescisão amigável do contrato de concessão. A partir dessa análise, foi possível verificar que os indicadores de liquidez, endividamento, estrutura e rentabilidade da companhia apresentaram alterações que podem justificar o pedido de devolução da concessão e, assim, a descontinuidade do negócio gerido pela concessionária.

O atendimento das premissas para a avaliação da eficiência de uma concessão rodoviária de prestar um serviço à sociedade adequado tecnicamente, por intermédio de uma tarifa justa, minimizando os seus custos de transação e mantendo um negócio de maneira a proporcionar rentabilidade e lucratividade para os acionistas, mostrou-se insuficiente. Isso porque, a partir das demonstrações contábeis anuais disponibilizadas pela concessionária, foi possível aplicar os métodos de análise estudados e atender aos objetivos propostos pela pesquisa.

Assim, além de observar um comportamento de redução das receitas, representadas pela arrecadação em forma de tarifas de pedágio, identificou-se que a estrutura de endividamento em situação de desequilíbrio, a incapacidade de manutenção da redução das despesas operacionais, e o elevado encargo financeiro advindo da alta dependência do capital de terceiros, prejudicaram de maneira contumaz a eficiência econômico-financeira da concessão, que apresentou prejuízos líquidos anuais em 4 dos 5 exercícios estudados.

O presente estudo representa, portanto, uma contribuição à linha de análise da estrutura das demonstrações contábeis em segmento pouco explorado nas diversas pesquisas acadêmicas: o das concessões rodoviárias. Os resultados podem servir de contribuição para gestores públicos e privados sobre as ações necessárias para avaliar a eficiência dos fatores econômico-financeiros das concessões rodoviárias existentes e delinear parâmetros para futuras concessões.

Como limitação, a própria natureza do estudo, com uma única empresa de amostra, mas que também representa uma significativa sugestão para pesquisas futuras com a ampliação da análise para um grupamento maior de concessões, considerando suas respectivas peculiaridades. Cada concessão apresenta um modelo de gestão econômico-financeira aliada aos parâmetros operacionais e ao contexto macroeconômico em que estão inseridas. Portanto, seria importante estudar o ciclo operacional e financeiro das concessionárias, visto que concessões em diferentes estágios de operação podem apresentar um desempenho variável ao longo do tempo. Sugerem-se, também, estudos para aplicação de modelos estatísticos de previsão que possam monitorar e prever o desempenho econômico-financeiro das concessionárias utilizando as diversas variáveis disponibilizadas pelas demonstrações contábeis, relatórios operacionais, contratos de concessão e variáveis macroeconômicas, como ferramenta para o acompanhamento e a correção feita pelos gestores, de situações de desequilíbrio financeiro que possam prejudicar o negócio.

## REFERÊNCIAS

ABCR. Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias. **Esclarecimentos sobre o índice ABCR**, 2021. Disponível em: <https://abcr.org.br/indice/entend-ao-indice>. Acesso em: 10 mar. 2021.

AGÊNCIA NACIONAL DE TRANSPORTES TERRESTRES. **ANTT encaminha estudos para nova concessão da BR-116/101/RJ/SP**. Disponível em: <https://www.gov.br/antt/pt-br/assuntos/ultimas-noticias/antt-encaminha-estudos-da-nova-dutra>. Acesso em: 12 fev. 2021.

ALVARENGA, D. **Ecorodovias vence leilão da Ponte Rio-Niterói com deságio de 36%**. G1, 2015. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2015/03/ecorodovias-vence-leilao-da-ponte-rio-niteroi.html>. Acesso em: 12 fev. 2021.

ANGOTTI, M. **Análise DuPont como ferramenta de apoio às decisões de investimento em ações**. 2010. 173 p. Dissertação (mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2009.

BARBO, A. R. de C. *et al.* **A evolução da regulação nas rodovias federais concedidas**. Revista ANTT, Brasília, v. 2, n° 2, 2010. Disponível em: [http://portal.antt.gov.br/index.php/content/view/15143/A\\_EVOLUCAO\\_DA\\_REGULACAO\\_NAS\\_RODOVIAS\\_FEDERAIS\\_CONCEDIDAS.html](http://portal.antt.gov.br/index.php/content/view/15143/A_EVOLUCAO_DA_REGULACAO_NAS_RODOVIAS_FEDERAIS_CONCEDIDAS.html). Acesso em: 31 ago. 2020.

CAMPOS NETO, C. A. da S. *et al.* **Modelos de concessão de rodovias no Brasil, no México, no Chile, na Colômbia e nos Estados Unidos: evolução histórica e avanços regulatórios**. Texto para Discussão/Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8299/1/TD\\_2378.PDF](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8299/1/TD_2378.PDF). Acesso em 12 fev. 2021.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DO TRANSPORTE. **Boletim Unificado**, 2021. Disponível em: <https://cnt.org.br/boletins>. Acesso em 12 fev. 2021.

CONCESSIONÁRIA BR-040 S.A. **Via040**, 2019. Quem somos. Disponível em: <http://via040.com.br/pages/quem-somos>. Acesso em: 01 set. 2020.

CURY, A. **Invepar vence leilão de trecho da BR-040**. G1, 2013. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/12/invepar-vence-leilao-de-trecho-da-br-040.html>. Acesso em: 12 fev. 2021.

DAL MASO, R. A. **A regulação como espaço da política pública**. Textos para Discussão. FEE, n.105, 2012. Disponível em: <https://arquivofee.rs.gov.br/wp-content/uploads/2014/03/20140324106.pdf>. Acesso em: 31 ago. 2020.

DIAS, N. P. **Análise das demonstrações contábeis da JBS**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal da Grande Dourados, Dourados, MS, 2018. Disponível em: <http://repositorio.ufgd.edu.br/jspui/handle/prefix/2680>. Acesso em: 15 fev. 2021.

FUJI, A. H. O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 15, n. 36, p. 74-86, dez. 2004. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000300004&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000300004&lng=en&nrm=iso). Acesso em: 10 mar. 2021.

GOMES, L.F.M. **Um estudo do desempenho econômico-financeiro e operacional de concessionárias de rodovias federais**. 2015. 145 f. Dissertação (mestrado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2015.

GOMES, E. *et al.* **Serviços de concessão de rodovias: o desempenho financeiro das concessionárias que operam no mercado de ações**. In: XIII SEMEAD - SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 915., 2010, São Paulo. Anais Eletrônicos. São Paulo: USP, 2010. Disponível em: <http://sistema.semead.com.br/13semead/resultado/trabalhosPDF/915.pdf>. Acesso em: 01 set. 2020.

INACIO, B. **ANTT aprova pedido da Via 040 para devolver trecho concedido entre Brasília e Juiz e Fora**. Jornal Hoje em Dia. Belo Horizonte, 27 nov. 2019. Disponível em: <https://www.hojeemdia.com.br/primeiro-plano/economia/antt-aprova-pedido-da-via-040-para-devolver-trecho-concedido-entre-bras%C3%ADlia-e-juiz-e-fora-1.759106>. Acesso em: 01 set. 2020.

LIMA, H. C. O. **Impacto nos Indicadores econômico-financeiros da Samarco Mineração decorrente do Rompimento da Barragem de Fundão**. Revista Contabilidade e Controladoria, Curitiba, jul. 2020. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/71041>. Acesso em: 01 out. 2020.

NIEDERAUER, C. B. *et al.* **Análise das demonstrações contábeis: um estudo da emissão de ações no Banrisul S.A.** Revista de Contabilidade da UFBA, Salvador, dez. 2018. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10183/201809>. Acesso em: 15 fev. 2021.

SALGADO, S. R. **Concessões rodoviárias federais: análise da eficiência das concessionárias e da evidenciação do ativo de infraestrutura**. 2017. 199 f., il. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília, Brasília, 2017. Disponível em: <https://repositorio.unb.br/handle/10482/22903>. Acesso em: 01 set. 2020.

SILVA, L. M. M *et al.* **Performance empresarial à luz do método Dupont em companhias do setor de construção civil listadas na B3: Uma análise nos períodos de crise e prosperidade econômica**. Revista Razão Contábil e Finanças, Fortaleza, dez. 2020. Disponível em: <http://www.institutoateneu.com.br/ojs/index.php/RRCF/article/view/272/295>. Acesso em: 08 mar. 2021.

SZUSTER, N. *et al.* **Contabilidade Geral Introdução à Contabilidade Societária**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2013.