

Parecer de Avaliação Independente do Estudo de Viabilidade do Projeto Nova Fonte Nova

São Paulo, 28 de setembro de 2009.

Sumário

<i>I. Metodologia e Estrutura</i>	3
<i>II. Análise de Sensibilidade – Caso Base KPMG</i>	4
<i>III. Discussão das Premissas</i>	6
III.1 – Análise de Jogos do Campeonato Brasileiro	6
III.2 – Caracterização Econômica e Demográfica	10
III.3 – Dispendio com Futebol em Salvador	11
III.4 – Disposição a Pagar na Faixa Mais Alta	13
III.5 – Premissas macroeconômicas	19
<i>IV. Análise de Sensibilidade – com Mudança de Premissas</i>	20
IV. 1 – Cenário com Atualização do Valor de Investimento	24
<i>V. Comentários sobre a Modelagem Institucional</i>	25
<i>VI. Comentários Finais</i>	26

Este trabalho consiste na avaliação independente do “Estudo de viabilidade do Projeto Nova Fonte Nova” elaborado pela KPMG Structured Finance S.A. (doravante, KPMG), incluindo, onde possível, novas informações não conhecidas à época do estudo. Doravante, a Nova Fonte Nova será identificada como a “Arena”.

I. Metodologia e Estrutura

A metodologia empregada pela KPMG foi revisada e considerada adequada para os propósitos do estudo realizado. O estudo KPMG realizou o cálculo a partir da mensuração da Taxa Interna de Retorno (TIR), em cenários alternativos, segundo premissas delimitadas.

No caso em tela, o estudo não permitiu a estimação do custo de capital próprio para os patrocinadores, pois não foi possível identificar nenhuma empresa do segmento de gestão de estádios e infra-estrutura esportiva que fosse listada em bolsa, com preços públicos, para oferecer *benchmark* para estimar o beta da empresa a ser utilizado no modelo CAPM. Desta forma, também não foi possível estimar o Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) da empresa e conseqüentemente calcular o Valor Presente Líquido (VPL) do projeto. A decisão, portanto, da KPMG em utilizar a TIR do projeto e para o acionista nos parece acertada, tendo em vista as características específicas do projeto.

Feita a revisão metodológica, foram analisadas e revisadas diversas premissas, discutidas nas seções a seguir, e foram consideradas, onde possível, informações que não eram conhecidas à época da realização do estudo.

Ressalve-se que, atendendo às necessidades do Contratante, a análise foi concluída em curto espaço de tempo. Dada a escassez de tempo disponível, buscou-se selecionar alguns fatores que poderiam ter impacto relevante sobre o estudo KPMG. Portanto, a presente avaliação não pode ser considerada completa nem exaustiva, mas procurou avaliar os aspectos mais importantes que foram identificados, sem esgotá-los.

O consultor se reuniu com equipe da KPMG, para discussão de pontos de interesse, principalmente aqueles referentes às hipóteses utilizadas no estudo inicial.

Os resultados obtidos estão apresentados a seguir. Este relatório é constituído por seis seções, incluindo a presente. A seção II apresenta uma análise de sensibilidade em relação ao caso base apresentado pelo estudo KPMG, onde foram alteradas algumas variáveis em diferentes cenários, avaliando-se a sensibilidade da Taxa Interna de Retorno (TIR). A seção III apresenta a discussão de uma série de premissas relevantes ao estudo. A seção IV realiza nova análise de sensibilidade, desta vez alterando premissas, em função da discussão das mesmas na seção anterior, e inclui novas informações apresentadas pelo governo da Bahia. A seção V apresenta comentários sobre a modelagem institucional e valida a escolha da PPP. Finalmente, a última seção apresenta comentários conclusivos.

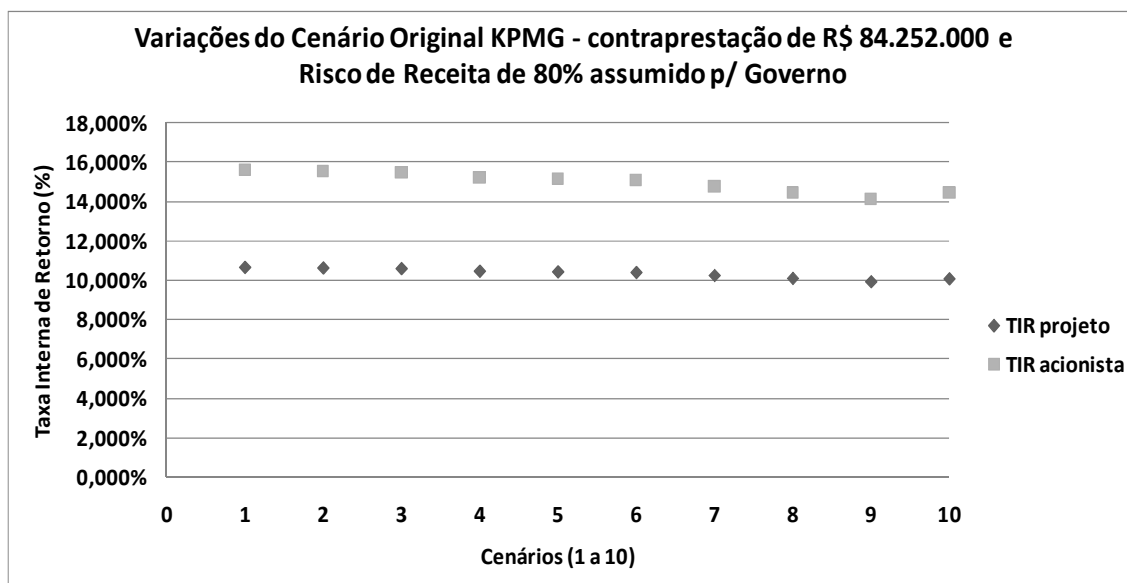
II. Análise de Sensibilidade – Caso Base KPMG

A tabela abaixo apresenta a análise de sensibilidade com mudança em variáveis em diferentes cenários, sendo a primeira coluna relativa ao cenário base da KPMG apresentado no estudo. Foram alteradas as seguintes variáveis: número de shows (0, 2, e 4); número de times (Bahia e Vitória, somente Bahia, nenhum); percentuais de ocupação de *Skybox* e *business seats* (95%, 50%, 20%, 10%); ocupação de cadeira (61%, 50%, 40%, 20%), gerando impactos na TIR do projeto e na TIR do acionista. Assumiu-se para tanto uma contraprestação governamental fixa em R\$ 84,252 milhões e um pagamento governamental variável em função do risco assumido de 80% da receita inicialmente prevista (R\$ 51,527 milhões a partir de 2015).

	Cenário KPMG	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5
Número de shows	4	2	0	4	2
Número de Times	2	2	2	1	1
% ocupação Skybox	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
% ocupação Business Seats	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
% ocupação Cadeira – Bahia	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%
% ocupação Cadeira – Vitória	44,5%	44,5%	44,5%	-	-
Contraprestação Governamental	R\$ 84.252	R\$ 84.252	R\$ 84.252	R\$ 84.252	R\$ 84.252
Risco assumido pelo Governo	R\$ -	R\$ 1.037	R\$ 2.074	R\$ 13.604	R\$ 4.641
Pagamento Governamental Total	R\$ 84.252	R\$ 85.289	R\$ 86.326	R\$ 97.856	R\$ 98.893
TIR projeto	10,647%	10,618%	10,588%	10,455%	10,425%
TIR acionista	15,593%	15,530%	15,467%	15,220%	15,156%

	Cenário 6	Cenário 7	Cenário 8	Cenário 9	Cenário 10
Número de shows	0	2	2	2	0
Número de Times	1	1	1	1	0
% ocupação Skybox	95,0%	50,0%	20,0%	10,0%	-
% ocupação Business Seats	95,0%	50,0%	20,0%	10,0%	-
% ocupação Cadeira – Bahia	61,0%	50,0%	40,0%	20,0%	-
% ocupação Cadeira – Vitória	-	-	-	-	-
Contraprestação Governamental	R\$ 84.252	R\$ 84.252	R\$ 84.252	R\$ 84.252	R\$ 84.252
Risco assumido pelo Governo	R\$ 15.678	R\$ 20.866	R\$ 25.651	R\$ 31.201	R\$ 41.122
Pagamento Governamental Total	R\$ 99.930	R\$ 105.118	R\$ 109.903	R\$ 115.453	R\$ 125.374
TIR projeto	10,395%	10,245%	10,106%	9,942%	10,084%
TIR acionista	15,091%	14,768%	14,468%	14,118%	14,448%

O gráfico abaixo apresenta a relação entre a TIR e o conjunto de premissas estabelecidas nos cenários de 1 a 10.



O sistema de incentivos que rege o contrato, dentro da modelagem proposta, tem características que merecem análise mais detalhada. Em particular, da tabela e do gráfico acima apresentados, é possível observar que as TIRs do projeto e do acionista (patrocinador) variam muito pouco independentemente do cenário analisado. Isso indica que o risco assumido pelo patrocinador é baixo, devido ao compartilhamento do risco pelo governo estadual da Bahia de 80% da receita inicialmente prevista. E mesmo no pior cenário, quando não haveria a realização de nenhum jogo nem nenhum show na arena em nenhum dos anos (o único evento seria a Copa do Mundo, cuja renda é transferida integralmente para a FIFA) a TIR do projeto ainda é acima de 10,0% a.a. em termos reais e a TIR do acionista acima de 14% a.a. em termos reais.

Note-se que pode haver a incorporação de um prêmio de risco, não considerado nesta revisão, em função da qualidade das garantias oferecidas ao parceiro privado. Entretanto, a mensuração deste prêmio de risco é difícil, particularmente em função da inexistência de parâmetros de mercado, tais como preços de negociação de títulos estaduais ou municipais em mercados líquidos. Assim, sugere-se que este aspecto possa ser levado em consideração, admitindo-se taxas de retorno superiores às que foram aqui estimadas.

Se for realizada uma comparação com a remuneração atualmente oferecida por títulos públicos federais de prazo semelhante ao da PPP proposta (Nota do Tesouro Nacional série B – NTN-B, que remunera uma taxa de juros real acima do IPCA), pode-se observar que a TIR do projeto está acima da taxa real livre de risco de longo prazo projetada pelo mercado. Esta última pode ser observada na remuneração da NTN-B, conforme a tabela abaixo, que corresponde às taxas obtidas no Tesouro Direto em 25 de setembro de 2009.

	Vencimento	Taxa (a.a.)
NTN-B	15/08/2020	6,25%
NTN-B	15/08/2024	6,25%
NTN-B	15/05/2035	6,24%
NTN-B	15/05/2045	6,24%

As taxas em leilões primários do Tesouro Nacional podem diferir levemente, ou em cerca de 5 pontos-base, em relação às taxas do Tesouro Direto apresentadas na tabela acima, sendo possivelmente um pouco mais atraentes. Dessa forma, estima-se, em ordem de grandeza para o prazo relevante do projeto, uma taxa real livre de risco da ordem de 6,25% ao ano.

Vale a pena destacar que, mesmo no pior cenário, quando não existe a realização de nenhum evento (jogos ou shows) em ano nenhum, o índice de cobertura de serviço da dívida sempre se encontra acima de 1,30 - requisito típico de financiamento de projetos, em particular os financiados pelo BNDES.

A obtenção do cenário base proposto pelo estudo KPMG apresenta valores que podemos considerar otimistas, com médias de utilização relativamente elevadas, assim como os preços. Caso este cenário esteja distante, o incentivo para o aumento da utilização será relativamente baixo, desestimulando assim, o uso da Arena, o que seria indesejável. Sugere-se que uma mudança neste sistema de incentivos poderia ser obtida através de uma redução no percentual de risco de receita assumido pelo governo, encorajando o parceiro privado a empregar maiores esforços na busca de uma taxa de retorno mais elevada.

III. Discussão das Premissas

Esta seção avalia premissas selecionadas que podem apresentar impacto sobre as variáveis constantes do Estudo KPMG.

III.1 – Análise de Jogos do Campeonato Brasileiro

Para a avaliação das premissas utilizadas, foi realizado um estudo a partir de borderôs, relativos às séries A e B, disponibilizados pela Confederação Brasileira de Futebol para o Campeonato Brasileiro de 2009 até a 24^a rodada. Esses jogos totalizam 417, entre turnos e retornos. Alguns dos borderôs, porém, se apresentaram de forma ilegível ou com ausência de informações. As análises, portanto, consideraram uma amostra composta de 243 observações.

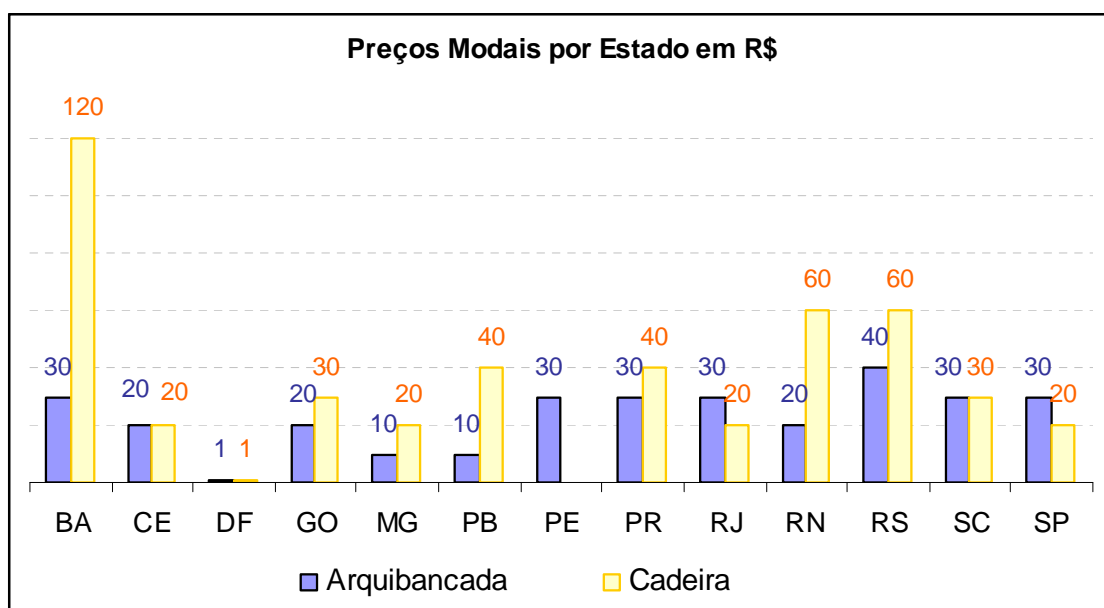
Os valores de venda de ingressos e de arrecadação para alguns mandantes, conforme os borderôs legíveis, são apresentados na tabela a seguir.

Mandante	Soma total de ingressos vendidos	Mandante	Soma total da arrecadação
Atlético MG	607.603	Corinthians SP	R\$ 7.179.880
Grêmio RS	403.665	Flamengo RJ	R\$ 6.433.635
Flamengo RJ	376.331	Atlético MG	R\$ 6.132.406
Corinthians SP	226.368	São Paulo SP	R\$ 5.627.665
Vasco RJ	218.179	Grêmio RS	R\$ 4.549.086
São Paulo SP	215.185	Palmeiras SP	R\$ 4.230.251
Ceará CE	197.077	Vasco RJ	R\$ 3.617.428
Fluminense RJ	191.631	Atlético PR	R\$ 3.369.405
Atlético PR	169.739	Bahia BA	R\$ 3.076.241
Bahia BA	157.166	Ceará CE	R\$ 2.964.138
Internacional RS	147.459	Cruzeiro MG	R\$ 2.682.304

Coritiba PR	147.089	Coritiba PR	R\$ 2.599.030
Palmeiras SP	142.512	Fluminense RJ	R\$ 2.554.128
Goiás GO	129.950	Internacional RS	R\$ 2.481.366
Vitória BA	127.539	Goiás GO	R\$ 2.458.938
Cruzeiro MG	123.083	Vitória BA	R\$ 2.009.617
Botafogo RJ	110.889	Santos SP	R\$ 1.597.741
Avaí SC	103.111	Sport PE	R\$ 1.535.300
Sport PE	102.612	Vila Nova GO	R\$ 1.463.386
Santos SP	101.174	Botafogo RJ	R\$ 1.379.039

Fonte: CBF 2009 – Elaboração própria

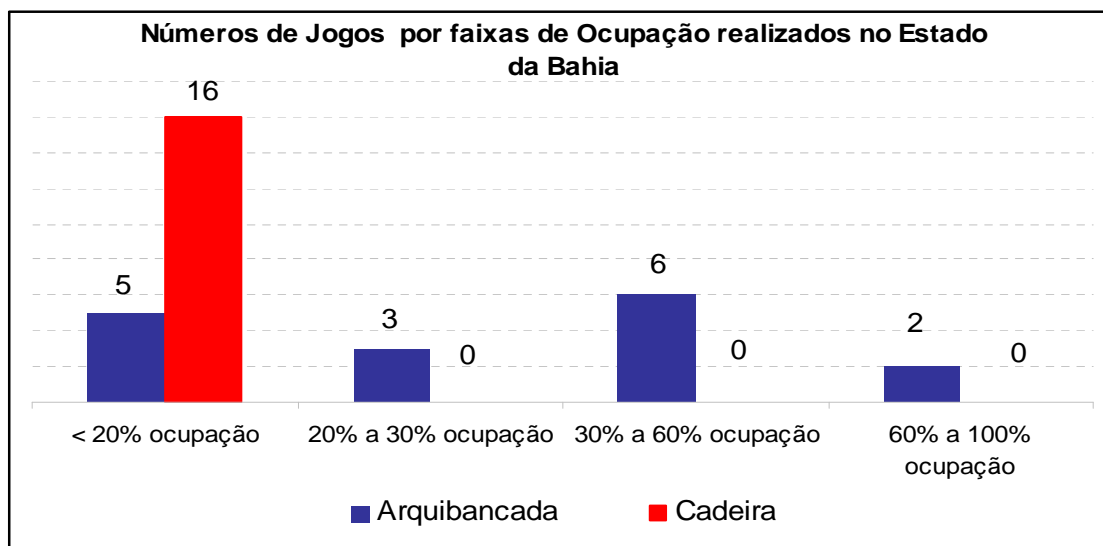
O gráfico a seguir mostra que, no Estado da Bahia, a modalidade cadeira apresenta o maior valor do preço modal comparado aos demais Estados.



Obs: Foram considerados os jogos do Campeonato Brasileiro de 2009 até a 24ª rodada das séries A e B

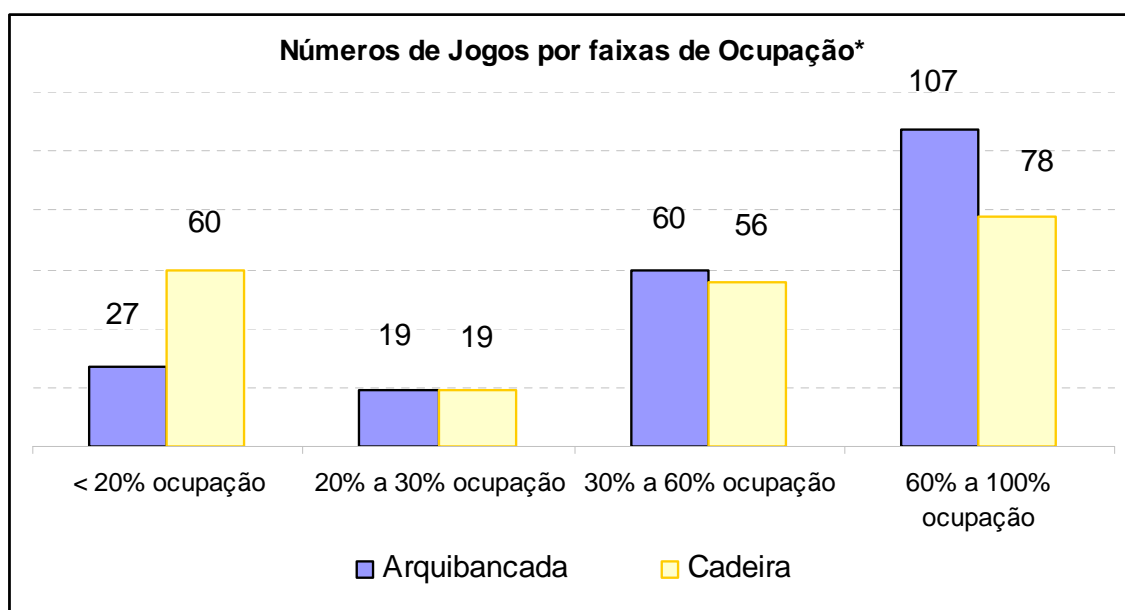
Fonte: CBF 2009 – Elaboração própria

Todavia, conforme o gráfico abaixo, sua taxa de ocupação é inferior a 20% em todos os jogos realizados no Estado da Bahia. O gráfico subsequente traz resultados semelhantes, porém para o conjunto dos jogos no Brasil. Destaca-se que em uma amostra de 213 jogos, em 50% deles a ocupação das arquibancadas esteve quase completa, entre 60% e 100%. Na modalidade cadeira, em 60 jogos a taxa de ocupação foi inferior a 20%.



Obs: Foram considerados os jogos do Campeonato Brasileiro de 2009 até a 24ª rodada das séries A e B

Fonte: CBF 2009 – Elaboração própria



* Obs: Foram considerados os jogos do Campeonato Brasileiro de 2009 até a 24ª rodada das séries A e B

Fonte: CBF 2009 – Elaboração própria

Veja-se também a tabela abaixo, que revela a média de arrecadação e de público, bem como o ticket médio do Vitória e do Bahia

		2009	2008	2007	2006
Série – A	Média de Arrecadação	R\$ 276.331,45	R\$ 267.127,94	R\$ 212.309,94	R\$ 140.930,99
	Média de Público	15.369	16.992	17.461	12.401
	Ticket médio	R\$ 17,98	R\$ 15,72	R\$ 12,16	R\$ 11,36

Vitória	Média de Arrecadação	R\$ 238.099,00	R\$ 209.352,69	R\$ 156.842,11	R\$ 69.517,66
	% sobre média da série A	86,16%	78,37%	73,87%	49,33%
	Média de Público	11.580	15.745	18.762	15.062
	<i>Ticket</i> médio	R\$ 20,56	R\$ 13,30	R\$ 8,36	R\$ 4,62
Bahia	Média de Arrecadação	R\$ 227.703,50	R\$ 47.159,72	R\$ 358.376,00	R\$ 145.737,39
	% sobre média da série A	82,40%	17,65%	168,80%	103,41%
	Média de Público	11.099	3.826	40.410	23.615
	<i>Ticket</i> médio	R\$ 20,52	R\$ 12,33	R\$ 8,87	R\$ 6,17

Da tabela acima é possível observar que nos campeonatos de 2006, 2007 e 2008, tanto o Vitória quanto o Bahia, apresentaram um *ticket* médio inferior à média do campeonato brasileiro da série A. Apenas no campeonato de 2009, o *ticket* médio de ambos ficou superior à média do campeonato brasileiro da série A, entretanto a média de público ficou bem inferior à média.

Quando se compara a arrecadação média do Vitória e Bahia em relação à média do campeonato brasileiro da série A, a arrecadação do Vitória sempre ficou inferior à arrecadação média. Quanto ao Bahia, tanto em 2008 quanto em 2009 sua arrecadação ficou inferior à média. Entretanto vale ressaltar que nesses dois campeonatos, o Bahia se encontrava na série B e que não mais jogava na Fonte Nova, pois o estádio já se encontrava interdito.

Em 2006 a arrecadação média do Bahia ficou muito próxima da média do nacional da série A, quando o Bahia ainda jogava na Fonte Nova e atuava na série B – este talvez seja o melhor ano para comparação dos resultados, devido aos problemas ocorridos com a Fonte Nova. Apenas em 2007 o Bahia apresentou uma arrecadação significativamente acima da média do campeonato brasileiro. No entanto, nessa temporada, o Bahia jogava na série C, o que pode ter motivado uma maior ida da torcida ao estádio como forma de incentivar a promoção do time à divisão superior.

Foi também realizada breve análise econométrica da demanda, mas os resultados não ofereceram contribuição importante para a análise realizada. Para informação, foi utilizada a base de dados construída a partir de borderôs, relativos às séries A e B, disponibilizados pela Confederação Brasileira de Futebol para o Campeonato Brasileiro de 2009 até a 24^a rodada, com 243 observações válidas. A variável dependente foi o logaritmo do total de ingressos vendidos no jogo. As variáveis explicativas foram, respectivamente:

- Logaritmo do preço da arquibancada modal ($\ln pa$)
- Logaritmo do preço da cadeira modal ($\ln pc$)
- Logaritmo do PIB per capita do município ($\ln pibcpM$)
- *Dummy* para São Paulo ($D1$)
- *Dummy* para Bahia ($D2$)

- *Dummy* para a divisão do campeonato (Ds)

A regressão apresentou R-Quadrado de 45,3% e R-Quadrado ajustado de 43,9%. O teste F de significação apresentou estatística de 32,5 que corresponde a p-valor muito próximo de zero, denotando-se, portanto, a significação conjunta das variáveis de entrada. Os resultados para os coeficientes, em logaritmo, são apresentados na tabela a seguir. A especificação em logaritmos tem a vantagem de gerar coeficientes que são independentes das unidades de medida, podendo ser lidos diretamente como elasticidades.

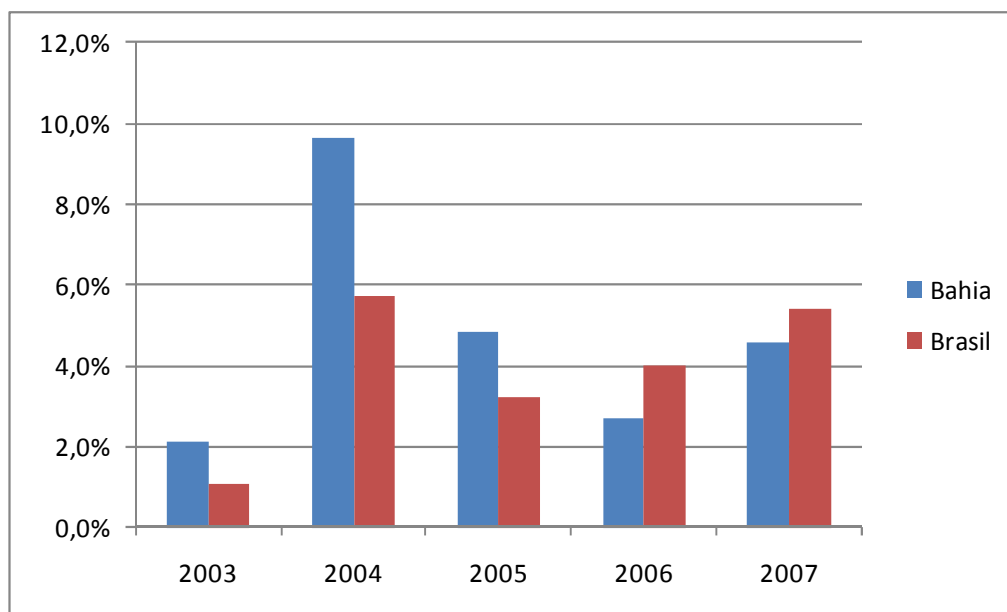
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	7,74	1,20	6,48	0,00
Preço arquibancada	-0,20	0,08	-2,48	0,01
Preço cadeira	0,23	0,08	3,02	0,00
PIB per capita	0,06	0,13	0,42	0,67
<i>Dummy</i> SP	-0,94	0,14	-6,80	0,00
<i>Dummy</i> BA	0,26	0,23	1,11	0,27
<i>Dummy</i> divisão	1,40	0,11	12,20	0,00

Os resultados apontam para uma baixa elasticidade-preço das arquibancadas, sendo que o sinal dos preços de cadeira se mostrou contra-intuitivo. A estimativa de elasticidade-renda não se mostrou significativa. A *dummy* da Bahia não mostrou significância estatística. O efeito mais importante se mostrou relativo à divisão do campeonato.

III.2 – Caracterização Econômica e Demográfica

Segundo dados do IBGE de 2006, o PIB per capita do município de Salvador é de R\$ 8.870,00 e a do Estado da Bahia é de R\$ 6.922,00. A economia baiana corresponde a pouco mais de 4% do PIB do Brasil, enquanto o PIB per capita do Estado corresponde a 55,2% do valor médio do país.

O crescimento da economia baiana no período recente, comparado à brasileira, é apresentado no gráfico a seguir, com base nos dados da Superintendência de Estudos Econômicos e Sociais (SEI) do Estado da Bahia.



Sob o ponto de vista demográfico, o ritmo de crescimento da população baiana vem arrefecendo. A tabela a seguir apresenta as projeções demográficas da Superintendência de Estudos Econômicos e Sociais (SEI) do Estado da Bahia e IBGE.

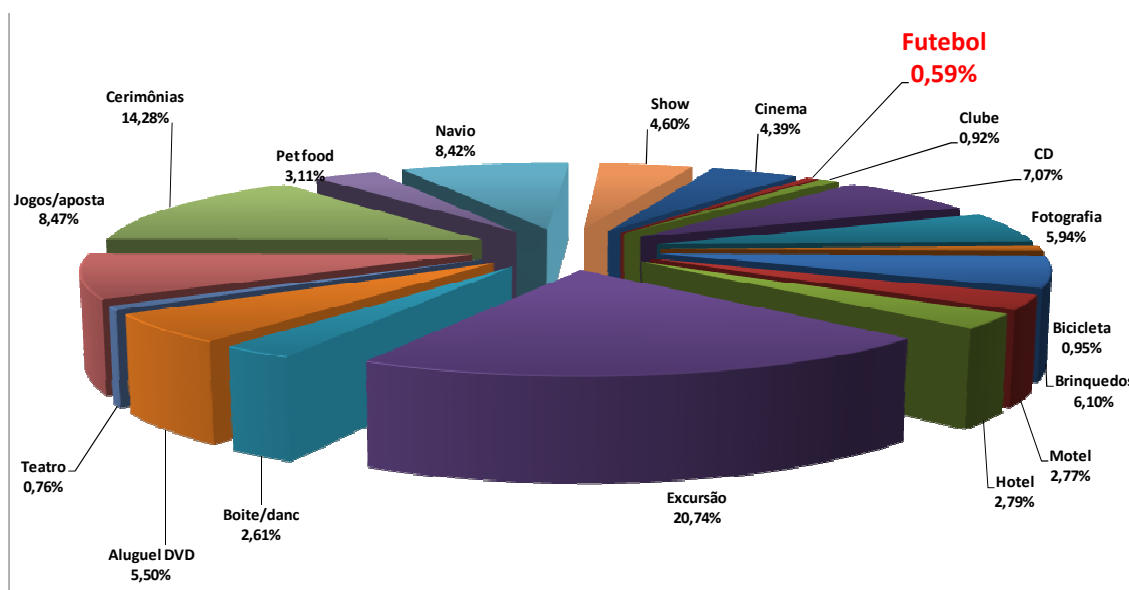
ESPECIFICAÇÃO	2000	2005	2010	2015	2020
População total em 1º de julho (em mil hab)	13.093	13.753	14.326	14.741	15.009
Taxa de crescimento anual da população total (%)	-	1,0	0,8	0,6	0,4
Taxa de fecundidade total	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0
Idade média da população total	26,8	28,2	29,7	31,3	33,0

Fonte: SEI/IBGE, 1999 (disponível na página da SEI, acesso em set/09)

A inspeção das variáveis econômicas e demográficas não apontou para movimentos significativos, ou movimentos significativamente diferentes dos padrões brasileiros, que justificassem um tratamento mais detalhado dado o tempo disponível para a análise, ainda que sejam relevantes para uma análise mais detalhada.

III.3 – Dispêndio com Futebol em Salvador

O dispêndio médio das famílias de Salvador em futebol é de apenas 0,0329% do orçamento familiar, segundo a ponderação do IPC Salvador, 2002-03. A despesa com recreação das famílias da Região Metropolitana representa 5,6% do orçamento, sendo que o gasto em futebol responde por 0,59% deste total. O gráfico abaixo apresenta a composição dos gastos com itens de recreação das famílias de Salvador.



Fonte: SEI – IPC Boletim Anual 2008, disponível em http://www.sei.ba.gov.br/images/publicacoes/sumario/boletim_ipc/sumario_ipc_2008.pdf

Essa participação relativamente baixa do futebol no orçamento das famílias em Salvador pode ser o motivo pelo qual o item “ingressos de jogo” não aparece na Pesquisas de Orçamento Familiar de Salvador, dos índices do IBGE, INPC e IPCA.

No Brasil, a participação de ingressos de jogos é de 0,0681% no INPC, que reflete famílias com renda entre 1 e 8 salários mínimos. Esse item, porém, só aparece em Belém (0,3724), Fortaleza (0,1278), São Paulo (0,0741), Curitiba (0,1456) e Goiânia (0,0918). No caso do IPCA, para famílias entre 1 e 40 salários mínimos, a participação de ingressos de jogos no Brasil é de 0,0476%, sendo que o item só é computado em Belém (0,2465), Fortaleza (0,0822) e Belo Horizonte (0,0986), para a POF 2003.

O dado de dispêndio médio permite uma estimativa simples da ordem de grandeza da despesa agregada com futebol na região metropolitana de Salvador. Considerando-se o Produto Interno Bruto per capita de R\$8.870,00 em 2006 e fazendo-se a hipótese de que os gastos com consumo das famílias representam 82,80%(acima do do agregado nacional no mesmo ano, como relatado em trabalho de Eduardo Haddad et al, revista Economia Aplicada 2002), pode-se obter uma aproximação dos gastos efetivos com futebol em Salvador. Estes seriam de 0,0329% do montante e que, depois de atualizados pelo IPCA corresponderiam a gastos de R\$ 2,76 per capita. Extrapolando-se para a população da região metropolitana, de 3,9 milhões de pessoas, o dispêndio total anual com jogos de futebol em Salvador pode ser considerado como, em uma ordem de grandeza, de R\$ 10,7 milhões anuais.

No Campeonato Brasileiro de 2009, o dispêndio até o momento, com 10 jogos assim como a estimativa até o final da temporada (19 jogos), é mostrado na tabela abaixo.

Time	Arrecadação até o momento	# jogos até presente	Total de jogos	Arrecadação estimada
Bahia	R\$ 2.277.035,00	10	19	R\$ 4.326.366,50
Vitória	R\$ 2.380.990,00	10	19	R\$ 4.523.881,00
ESTIMADO 2009				R\$ 8.850.247,50

Essa estimativa apresentada acima mostra coerência com a estimativa de dispêndio de R\$ 10,7 milhões anuais, pois representa apenas os jogos do campeonato brasileiro de futebol, sem contar as demais competições (Campeonato Baiano; Copa do Brasil; jogos amistosos diversos; outras divisões e outros dispêndios relacionados a futebol em geral).

Note-se, a título de comparação, que as premissas assumidas no estudo KPMG levam a um faturamento de R\$ 49,822 milhões no primeiro ano de operação (2013), R\$ 50,675 no segundo ano (2014) que é o ano da Copa, e de R\$ 51,527 milhões/ano a partir de 2015, somente para a nova Arena, algumas vezes a estimativa do dispêndio integral atual com ingressos de futebol em Salvador.

A partir dos valores de ocupação, *ticket* médio, número de jogos e capacidade do estádio estimados pela KPMG no caso base, o total de gastos seria de R\$ 73,365 milhões, representando um gasto médio per capita de R\$ 18,50 algumas vezes superior ao atual padrão de gasto médio dos habitantes da região metropolitana. Note-se que estes valores representam um significativo aumento em relação à ordem de grandeza estimada do total do dispêndio atual com futebol em toda a região metropolitana e seus estádios.

Esta observação leva a considerar a projeção de receita apresentada no estudo KPMG como bastante otimista em relação aos valores atualmente observados no mercado baiano.

III.4 – Disposição a Pagar na Faixa Mais Alta

As tabelas abaixo apresentam os resultados da pesquisa publicada em 2008 pelo DataFolha, cujos dados foram levantados entre 26 e 29 de Novembro de 2007 com 11.786 pessoas em 390 municípios de 25 estados da União, sobre as intenções dos brasileiros em relação ao futebol. As primeiras duas planilhas mostram as preferências regionais em relação aos principais times de futebol do país enquanto que as duas últimas referem-se ao interesse dos torcedores em relação ao futebol.

	TOTAL	Estados									
		SP	RJ	MG	RS	PR	SC	BA	PE	CE	DF
Flamengo	17	1	46	9	0	6	16	21	7	17	31
Corinthians	12	29	1	7	0	15	8	7	8	8	6
São Paulo	8	21	1	3	0	7	4	5	5	7	7
Palmeiras	6	13	0	2	0	10	4	5	5	6	5
Vasco	6	0	16	2		1	5	6	1	3	11
Grêmio	4	0	0	0	48	3	13	0	0	0	1
Cruzeiro	3	0	0	29		0	0	0			2
Internacional (RS)	3	0	0		36	1	8	0	0		0

Santos	2	7	0	1	6	2	1	0	1	1
Atlético (MG)	2	0	0		18	0	0	0	0	1
Botafogo (RJ)	2	0	9	1	0	2	2	0	1	3
Bahia	1	0	0				16			
Selecao Brasileira	2	1	1	0	0	1	1	2	4	7
Fluminense	1	0	9	1			2	1	0	3
Sport (PE)	1	0						0	21	0
Vitória (BA)	1	0					8			
Atlético (PR)	0	0	0		7	0		0		
Fortaleza (CE)	0								8	
Ceara (CE)	0								8	
Coritiba	0	0			6	0				0
Santa Cruz (CE)	0	0					0	0	7	
Nautico (PE)	0								4	
Paraná	0			0	3	0				
Portuguesa/ Lusa	0	0		0	1	0	0	0	0	0
Remo (PA)	0		0							
Paissandu (PA)	0									
Figueirense (SC)	0			0		2				
Avai (SC)	0					2				
Goias (GO)	0									0

A tabela a seguir apresenta as preferências em relação aos principais times de futebol do país, em capitais selecionadas.

	Capitais									
	TOTAL	SP	RJ	BH	POA	CUR	FLO	SSA	REC	FORT
Flamengo	17	2	43	1	0	3	12	3	2	13
Corinthians	12	30	1	1	1	5	5	3	2	7
São Paulo	8	21	0	0	0	4	4	2	2	5
Palmeiras	6	13	0	1	0	3	2	1	3	4
Vasco	6	1	18	0		1	3	2	0	1
Grêmio	4	0	0		48	3	8	0	0	
Cruzeiro	3	0	0	38		0	0			
Internacional (RS)	3	0	0		43	1	4	0	0	
Santos	2	5	0	0		1	1			0
Atlético (MG)	2	0	0	34			0			0
Botafogo (RJ)	2		9			0	2	1		0
Bahia	1	0						40		
Selecao Brasileira	2	0	1	0		0	2	1	1	4
Fluminense	1	0	11				1	0		
Sport (PE)	1	0							34	0
Vitória (BA)	1							22		
Atlético (PR)	0	0	0			22			0	

Fortaleza (CE)	0							18
Ceara (CE)	0							14
Coritiba	0			17	0			
Santa Cruz (CE)	0	0				0		15
Nautico (PE)	0							11
Paraná	0			10	0			
Portuguesa/ Lusa	0	1		0	0	0	0	0
Remo (PA)	0							
Paissandu (PA)	0							
Figueirense (SC)	0					16		
Avai (SC)	0					8		
Goiás (GO)	0							

A tabela a seguir apresenta os percentuais de interesse em relação ao futebol, nos estados.

	TOTAL	Estados									
		SP	RJ	MG	RS	PR	SC	BA	PE	CE	DF
Muito interesse	30	30	34	31	29	28	29	32	27	31	35
Um pouco de interesse	37	39	36	37	40	37	42	39	34	30	37
Nenhum interesse	32	31	29	32	29	34	30	28	38	39	28
Não sabe	1	0	0	0	2	1	0	1	2	1	
Total em %	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Base Ponderada	11786	2553	987	1235	678	659	376	902	544	525	157
Total - números absolutos	11786	2113	1134	1119	1087	1088	960	1039	1024	974	512

A tabela a seguir apresenta os percentuais de interesse em relação ao futebol, desta vez nas capitais.

	TOTAL	Capitais								
		SP	RJ	BH	POA	CUR	FLO	SSA	REC	FORT
Muito interesse	30	32	33	33	38	31	28	31	31	33
Um pouco de interesse	37	39	40	35	40	38	39	41	33	32
Nenhum interesse	32	29	27	31	21	30	31	27	36	35
Não sabe	1	0		0	0	0	1	1	1	0
Total em %	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Base Ponderada	11786	698	391	155	91	115	25	185	98	156
Total - números absolutos	11786	1089	640	416	416	416	416	416	416	415

É possível observar, das tabelas acima, que o interesse dos soteropolitanos por futebol não difere muito do comportamento médio dos demais brasileiros, o que

corroborar nosso argumento de que os cenários de público estimados pelo estudo da KPMG são muito otimistas.

É possível se observar também que, embora o Bahia e Vitória não tenham torcidas tão expressivas do ponto de vista nacional (cerca de 1% cada), as mesmas são fortemente concentradas em Salvador, onde 40% dos habitantes torcem para o Bahia e 22% torcem para o Vitória. Isso seria um ponto positivo para a ocupação da nova Arena, pois existe um grande público potencial.

A torcida do Corinthians na Grande São Paulo é de, estimadamente, de 3,3 milhões e a do Palmeiras, de 1,43 milhão. Somente na cidade de Salvador, a torcida do Bahia é de 1,2 milhão de pessoas e a do Vitória, de 0,66 milhão. Ou seja, a torcida do Bahia, somente na cidade de Salvador, é comparável à do Palmeiras.

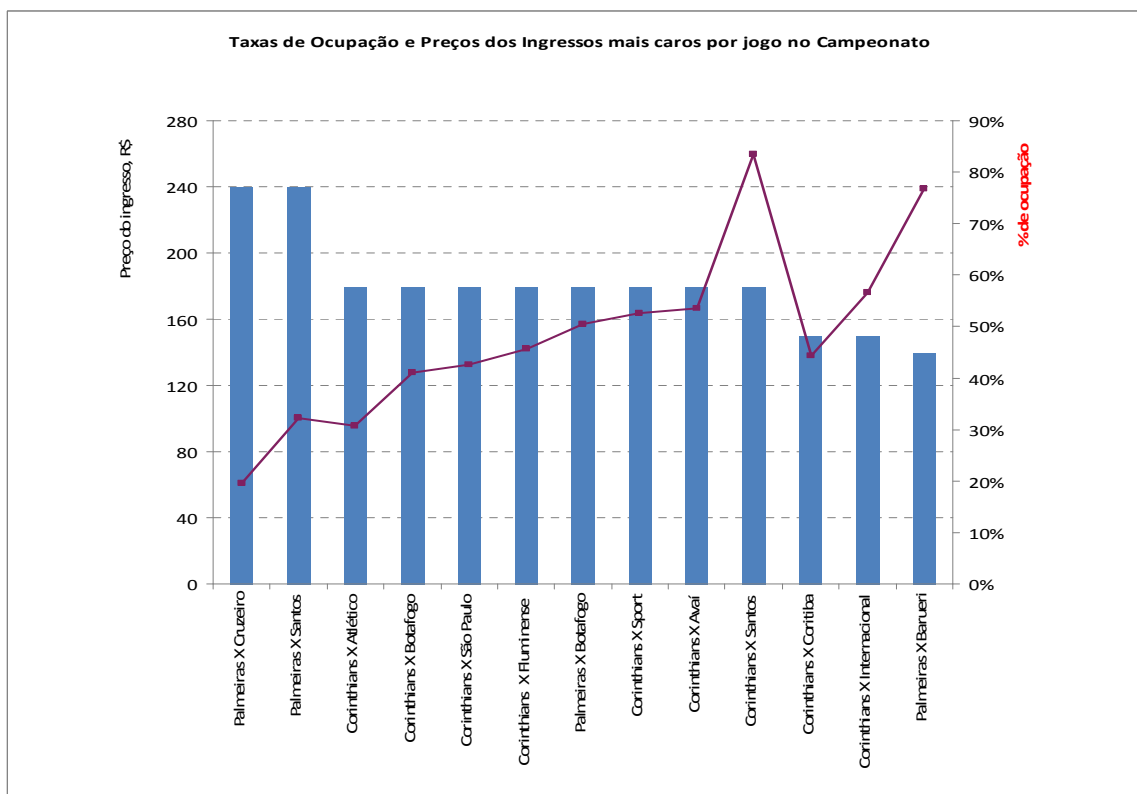
Destaca-se então o fato de que, provavelmente devido à diferença de renda, a torcida do Bahia apresenta pouca disposição a pagar por ingressos mais caros.

Nos jogos dos atuais campeonatos brasileiros das divisões A e B, apenas o Palmeiras e o Corinthians tiveram os ingressos postos à venda com valores superiores a R\$ 120,00, alcançando preços de até R\$ 240,00.

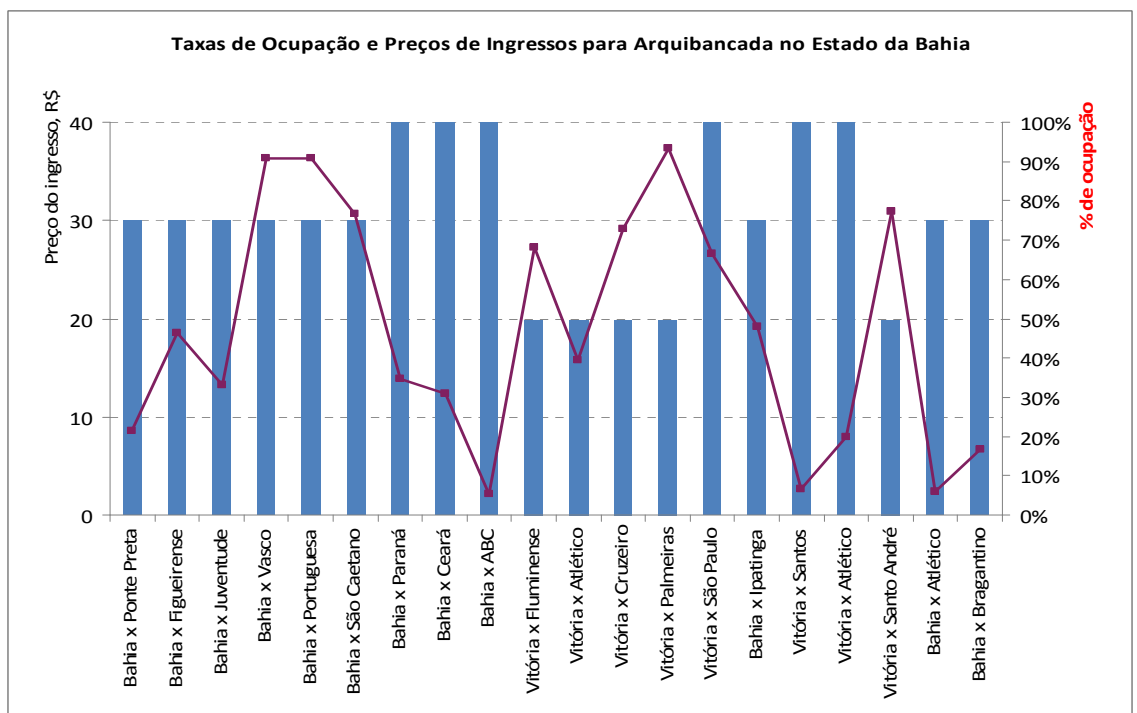
Vale a pena ressaltar que, em 2009 até a rodada analisada, esses dois times foram os times com maior receita, como mandante, no campeonato brasileiro, embora não tenham as maiores médias de público.

O Palmeiras e o Corinthians colocaram nesse campeonato brasileiro de 2009, um total de 6.639 ingressos caros à venda (com uma média de 350 por jogo), de um total de 19 jogos entre os estádios do Palestra Itália e Pacaembu. Desse total, foram comercializados 2.979 ingressos, ou seja, 45% do total de ingressos caros (numa média de 157 ingressos por jogo).

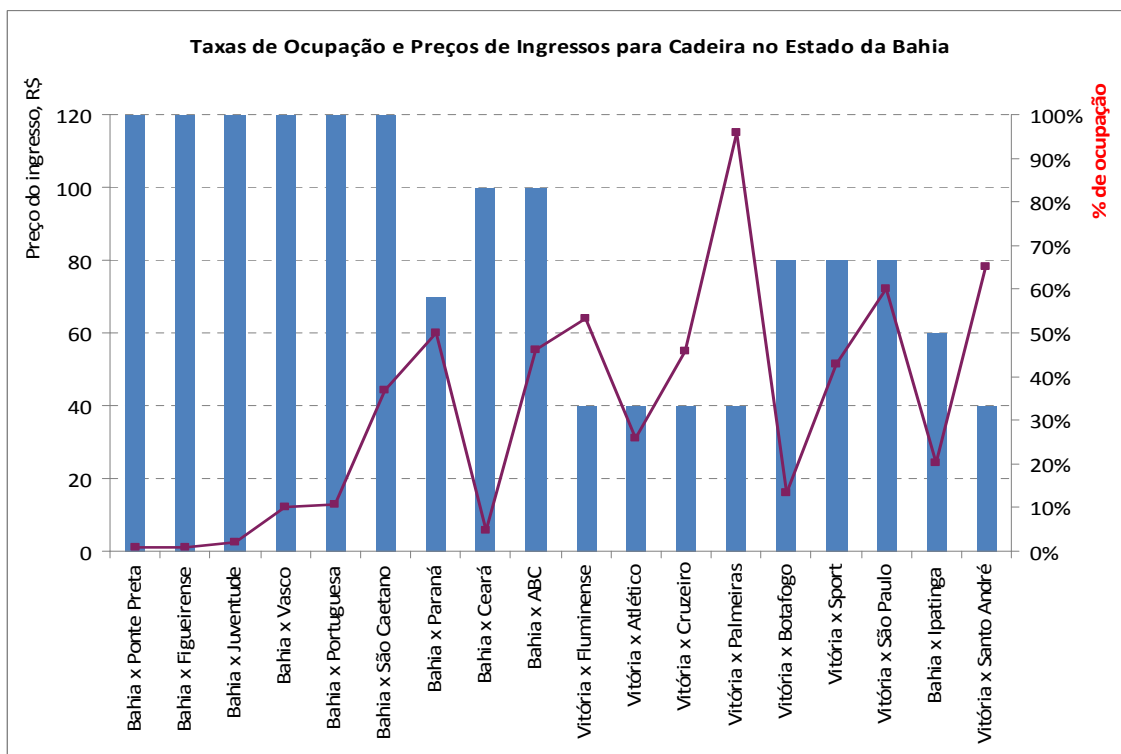
No mesmo período, os ingressos mais caros ofertados pelo Bahia em seus jogos, estavam entre R\$30,00 a R\$ 120,00. Ao considerar apenas os jogos cujo ingresso mais caro foi ofertado por R\$ 100,00 ou R\$ 120,00 (9 jogos), o Bahia colocou um total de 3.282 ingressos caros à venda (numa média de 365 ingressos caros vendidos por jogo). Desse total foram vendidos 830 ingressos (numa média de 92 ingressos por jogo) o que consiste numa ocupação média de 25% das cadeiras mais caras dos locais dos jogos.



* Foram considerados os jogos do Campeonato Brasileiro de 2009 até a 24ª rodada das séries A e B
 Fonte: CBF 2009 – Elaboração própria

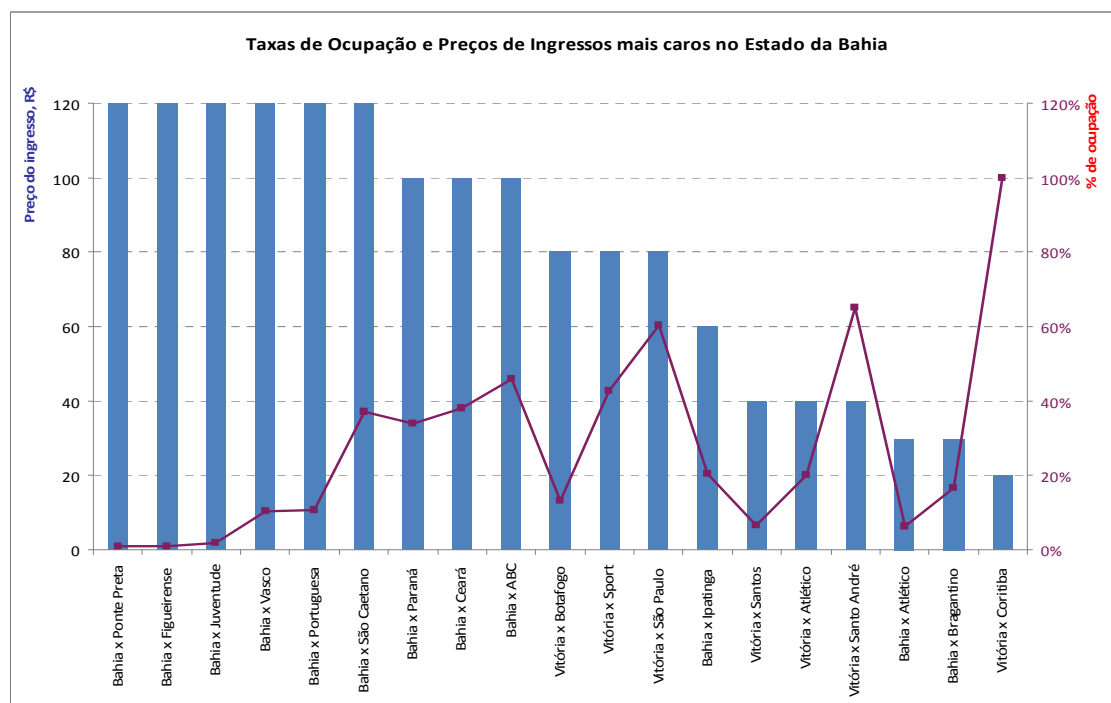


Obs.: Foram considerados os jogos do Campeonato Brasileiro de 2009 até a 24ª rodada das séries A e B, com time mandante do Estado da Bahia.
 Fonte: CBF 2009 – Elaboração própria



Obs.: Foram considerados os jogos do Campeonato Brasileiro de 2009 até a 24ª rodada das séries A e B, com time mandante do Estado da Bahia.

Fonte: CBF 2009 – Elaboração própria



Obs.: Consideraram-se jogos do Campeonato Brasileiro de 2009 até a 24ª rodada das séries A e B, com time mandante do Estado da Bahia.

Fonte: CBF 2009 – Elaboração própria

Os gráficos acima mostram uma correlação negativa entre o preço dos ingressos e taxa de ocupação dos estádios nos jogos realizados no estádio da Bahia em 2009 – uma elasticidade preço-demanda relativamente alta. Na base de dados que foi construída, a correlação entre o preço dos ingressos e a taxa de ocupação é negativa, de -53,7% para as arquibancadas e de -69,0% para as cadeiras, nos jogos realizados na Bahia. Para as arquibancadas no conjunto dos jogos do campeonato constantes da base, a correlação foi de -16,9% e para as cadeiras, -4,8%. Assim, o público baiano parece mais sensível a preço que a média nacional.

Isso implica que um aumento significativo (de mais de 100%) no preço dos ingressos para a nova Arena em relação aos preços de mercado atualmente praticados pode implicar em uma diminuição significativa do público presente na Arena, a não ser que um novo paradigma de gastos com futebol seja criado.

III.5 – Premissas macroeconômicas

O cenário base levou em consideração, para o período entre 2009 e 2013, o valor mediano das projeções coletadas pelo sistema Focus de expectativas do Banco Central do Brasil. Para os anos posteriores a 2013, foram feitas hipóteses. As hipóteses relevantes são, principalmente, relativas ao IPCA. Neste caso, foi considerado que a inflação brasileira tende, a longo prazo, a convergir para o nível de 2,0%. A meta de inflação, que em geral é tratada como variável exógena nos cenários econômicos que consideram a continuidade do regime de metas, deverá ser escalonada para baixo até este patamar. Considerou-se que o processo de convergência seria iniciado em 2015 e a meta seria ajustada à razão de 25 pontos-base ao ano, atingindo o patamar de 2% em 2028, sendo que permaneceria neste patamar indefinidamente. Da mesma forma, a banda de variação permitida da meta seria reduzida em 2015, para 2% nos dois sentidos, aí permanecendo.

Foram construídos dois cenários alternativos, um pessimista e outro otimista. No período entre 2009 a 2013, para o crescimento do PIB real foi utilizado para o cenário otimista o valor que se situa em um desvio padrão abaixo da média das projeções coletadas pelo sistema Focus de expectativas do Banco Central do Brasil, e um desvio padrão abaixo para o cenário pessimista. Para a inflação e a taxa de juros, considerou-se respectivamente um desvio acima e abaixo, também em relação à média.

A projeção do IPCA é base para a projeção de TJLP, que é composta pela meta de inflação mais o risco-país. Para este último, considerou-se uma leve elevação do prêmio em relação ao padrão atual, em 2010 devido às eleições presidenciais e para governador. Passadas as eleições, assumiu-se uma queda rápida do prêmio, já em 2011 para cerca de 150 pontos-base, e uma convergência gradual para um prêmio de longo prazo de 50 pontos-base acima do Tesouro norte-americano. O cenário pessimista adicionou 100 pontos-base e o cenário pessimista subtraiu 50 pontos base, sendo que esta assimetria levou em consideração que o espaço de queda se torna menor à medida que os níveis são baixos, e que o espaço de alta é relativamente maior. Note-se que não há projeção Focus disponível para o risco-país.

Em resumo, o gráfico a seguir permite a comparação entre o cenário proposto pelo estudo KPMG e o que foi utilizado nesta revisão. Note-se que as projeções

macroeconômicas foram apresentadas em três cenários, o caso base e as variantes pessimista e otimista. A projeção de Selic funciona apenas como balizador.

Cenário KPMG e próprio, variáveis selecionadas, % a.a.



IV. Análise de Sensibilidade – com Mudança de Premissas

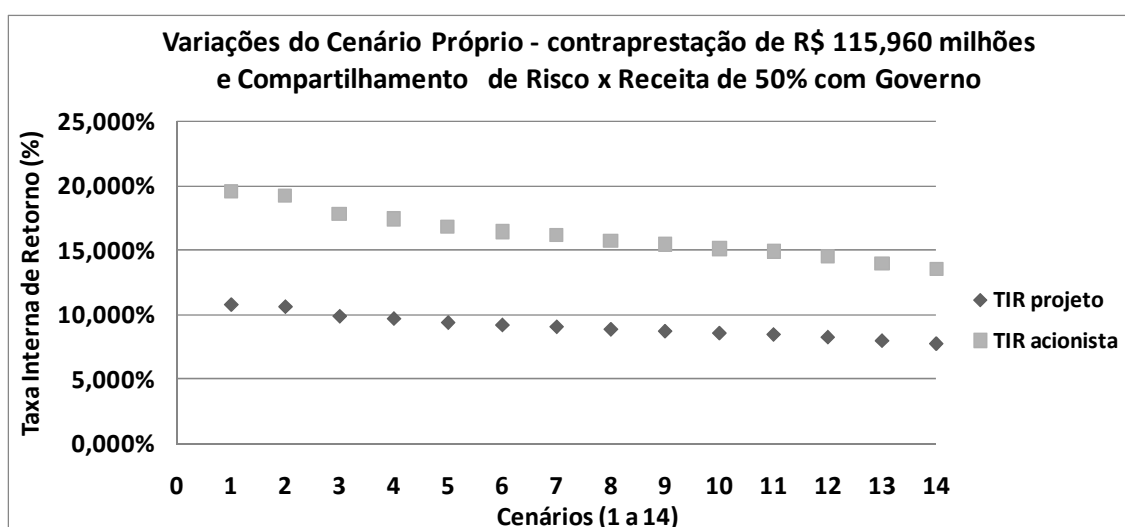
Partiu-se de algumas premissas iniciais, alternativas em relação às que foram apresentadas no estudo KPMG. Estas premissas foram:

1. Taxa mínima de retorno do projeto de 7,75% ao ano, o que representa um *spread* de 150 pontos-base sobre a taxa livre de risco real atual da economia para prazo semelhante ao do projeto (conforme tabela de rentabilidade de NTN-B apresentada em seção anterior), o que leva a uma contraprestação governamental de R\$ 106 milhões, acrescida de um pagamento de R\$ 11,8 milhões correspondente a assunção de risco pelo governo. Este cenário ocorreria somente no caso da Arena não realizar nenhum jogo nem show ao longo de toda a concessão, com exceção da Copa do Mundo, quando toda a receita é transferida para a FIFA.
2. O cenário mais otimista possível considerado foi montado com as mesmas taxas de ocupação e de *ticket* médio consideradas pelo estudo KPMG e mesmos valores cobrados no *skybox* e *business seats*.
3. Um valor de ingresso de cadeiras de R\$ 30,00 para os jogos do Bahia e Vitória (abaixo do adotado pelo estudo KPMG) foi assumido para o cenário mais provável (caso-base), o que representa um aumento de cerca de 50% do *ticket* médio atual do último campeonato para ambas as equipes. Estes valores estão apresentados em seção anterior. O caso-base considerou que as características de público e preço seriam alteradas na menor proporção possível em relação à atual realidade do futebol no estado da Bahia.

Receita compartilhada com Governo	-R\$11.139	-R\$9.843	-R\$3.517	-R\$2.221	-R\$2.239	-R\$ 943	R\$ -
Risco assumido pelo Governo	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Pagamento Governamental Total	R\$94.851	R\$96.147	R\$102.473	R\$103.769	R\$103.751	R\$105.047	R\$105.990
TIR projeto	10,394%	10,224%	9,590%	9,404%	9,407%	9,217%	9,077%
TIR acionista	18,815%	18,466%	17,228%	16,851%	16,856%	16,473%	16,190%

	Cenário 8	Cenário 9	Cenário 10	Cenário 11	Cenário 12	Cenário 13	Cenário 14
Número de shows	0	4	0	4	0	4	0
Número de Times	1	1	1	1	1	0	0
Preço cadeiras	R\$ 30,00	R\$ 20,00	R\$ 20,00	R\$ 20,00	R\$ 20,00	-	-
% ocupação <i>Skybox</i>	25,0%	25,0%	25,0%	10,0%	10,0%	-	-
% ocupação <i>Business Seats</i>	25,0%	25,0%	25,0%	10,0%	10,0%	-	-
% ocupação Cadeira - Bahia	61,0%	61,0%	61,0%	50,0%	50,0%	-	-
% ocupação Cadeira - Vitória	-	-	-	-	-	-	-
Contraprestação Governamental	R\$105.990	R\$105.990	R\$105.990	R\$105.990	R\$105.990	R\$105.990	R\$105.990
Receita compartilhada com Governo	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Risco assumido pelo Governo	R\$1.296	R\$2.239	R\$3.535	R\$3.880	R\$5.176	R\$10.504	R\$11.800
Pagamento Governamental Total	R\$107.286	R\$108.229	R\$109.525	R\$109.870	R\$111.166	R\$116.494	R\$117.790
TIR projeto	8,881%	8,735%	8,530%	8,475%	8,264%	7,982%	7,750%
TIR acionista	15,793%	15,475%	15,062%	14,950%	14,523%	14,007%	13,543%

O gráfico abaixo apresenta a relação entre a TIR e o conjunto de premissas estabelecidas nos cenários próprios de 1 a 14.



Com base nestas premissas, o sistema de incentivos que rege o contrato tende a ser mais efetivo em encorajar o esforço do patrocinador na utilização da Arena. Em particular, uma hipótese fundamental é a mudança no padrão de

compartilhamento de risco entre os parceiros público e privado. A TIR para o projeto variaria de um mínimo de 7,75% ao ano até aproximadamente 10,40% ao ano, em termos reais, em função do esforço de marketing e outros. A TIR para o acionista variaria de 13,54% até aproximadamente 18,81% ao ano, também em termos reais. Assim, tanto o piso de retorno é menor quanto a máxima remuneração do acionista pode ser superior à do cenário base estipulado no estudo KPMG, e esta amplitude constitui incentivo pró-esforço.

Quanto às probabilidades atribuídas pelo consultor em relação aos diversos cenários apresentados, pode-se considerar como mais prováveis os cenários de 5 a 10, ou uma combinação dos parâmetros destes diversos cenários sendo que o caso-base traçado é o cenário 7. Esses cenários divergem basicamente no valor cobrado pelo preço das cadeiras, entre R\$ 20,00 (ticket médio do Bahia no atual Campeonato Brasileiro) e R\$ 40,00; e no número de shows que poderão ocorrer em cada ano, de 0 a 4. Nos cenários considerados mais prováveis, a TIR do projeto se encontra entre 8,53% e 9,41% ao ano, em termos reais, e no caso-base a mesma se encontra em 9,08% ao ano, em termos reais, valores esses considerados apropriados para a atual conjuntura econômica brasileira e riscos envolvidos no projeto.

Vale ressaltar que para o caso-base assumido (i.e., onde apenas o Bahia jogaria na nova Arena, o preço das cadeiras seria de R\$ 30,00 e a taxa de ocupação dos *business seats* e *skyboxes* seria de 25%, entre outras premissas) entre o estudo da KPMG e o estudo próprio, o estado da Bahia teria uma pequena redução de gastos na presente proposta e não um aumento como parecia indicado de acordo com valores das contraprestações a serem pagas pelo Governo.

Ainda no cenário base assumido, no estudo da KPMG, o gasto governamental anual ficaria em R\$ 106,492 milhões ao ano, ao passo que no presente estudo, ficaria em R\$ 105,990 milhões ao ano (que se situaria entre os cenários 7 e 8 dos cenários da seção II). Esta redução que apenas aparenta ser pequena, não o é, pois, as contraprestações serão pagas pelo prazo de 15 anos, ao passo que a Arena funcionará como uma PPP por 32 após o término da obra. Em qualquer um dos possíveis cenários existentes após o término do pagamento das contraprestações, a atual proposta é mais vantajosa que a do estudo da KPMG. Por este, o Estado teria de pagar R\$ 41,122 milhões/ano por mais 17 anos após o término das contraprestações (no pior cenário possível, onde nenhum evento ocorreria na Arena ao longo dos anos), sem receber nada. Para ilustrar esse ponto, caso o cenário mais provável seja efetivamente alcançado, no presente estudo, o governo não pagaria nem receberia nada, e no da KPMG, teria de pagar R\$22,240 milhões por ano durante 17 anos.

Pela proposta atual, o valor máximo a ser assumido pelo Governo do Estado da Bahia após o término das contraprestações seria de R\$ 11,800 milhões por ano, ou seja aproximadamente 4 vezes menos do que no caso da KPMG para o mesmo pior cenário possível. Ao passo que, se o cenário traçado pela KPMG fosse alcançado, o Governo receberia R\$11,139 milhões por ano ao longo desses 17 anos.

Desta forma, pode-se concluir que a modelagem proposta reduz consideravelmente os riscos do Governo do Estado da Bahia, provavelmente diminuindo seus custos com a construção da nova Arena, sem, entretanto,

penalizar o investidor, caso este consiga desempenhar bem o seu papel. O consultor julga, desta forma, esta modelagem como sendo mais justa, pois protege o Estado sem penalizar o investidor.

No cenário próprio que foi construído pelo consultor, e que este considera mais provável, o gasto médio per capita do habitante da região metropolitana com jogos de futebol, considerando que os dois times jogariam na Arena, seria próximo de R\$ 9,00. Atualmente, conforme apresentado em seção anterior, o gasto médio com futebol na Região Metropolitana é de R\$ 2,76.

IV.1 – Cenário com Atualização do Valor de Investimento

O contratante solicitou ao consultor a apresentação de cenários com base na última revisão disponível do orçamento: R\$ 562,2 milhões, já incluídas as desonerações tributárias referentes ao ICMS e IPI.

Dessa forma, a primeira premissa foi atualizada gerando um novo valor da contraprestação de R\$ 107,605 milhões por ano durante os 15 primeiros anos.

As tabelas e gráficos a seguir refletem os novos valores de contraprestações governamentais, TIR do projeto e TIR do acionista, ambas em termos reais, para os mesmos cenários anteriormente discutidos.

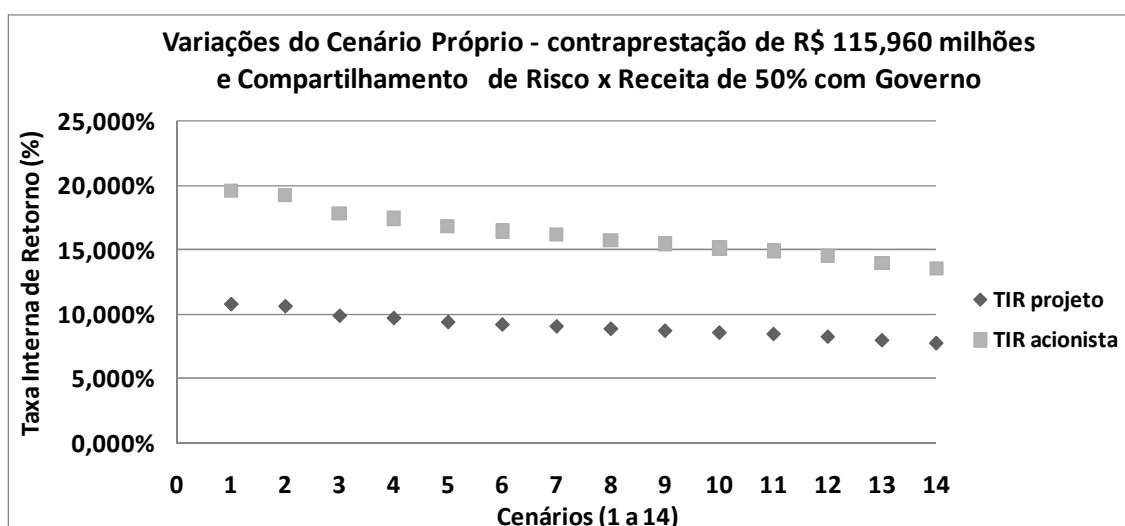
Cenário Próprio com Investimento Atualizado

	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5	Cenário 6	Cenário 7
Número de shows	4	0	4	0	4	4	4
Número de Times	2	2	1	1	1	1	1
Preço cadeiras	R\$40,00	R\$40,00	R\$40,00	R\$40,00	R\$40,00	R\$40,00	R\$30,00
% ocupação <i>Skybox</i>	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	25,0%	25,0%	25,0%
% ocupação <i>Business Seats</i>	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	25,0%	25,0%	25,0%
% ocupação Cadeira – Bahia	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%
% ocupação Cadeira – Vitória	44,5%	44,5%	-	-	-	-	-
Contraprestação Governamental	R\$107.605	R\$ 107.605	R\$107.605	R\$107.605	R\$107.605	R\$107.605	R\$107.605
Receita compartilhada com Governo	-R\$14.435	-R\$ 13.137	-R\$ 5.758	-R\$ 4.460	-R\$ 2.241	-R\$ 942	R\$ -R\$1,32
Risco assumido pelo Governo	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Pagamento Governamental Total	R\$93.170	R\$ 94.468	R\$101.847	R\$103.145	R\$105.364	R\$106.663	R\$107.604
TIR projeto	10,777%	10,614%	9,873%	9,695%	9,383%	9,196%	9,057%
TIR acionista	19,611%	19,276%	17,836%	17,450%	16,817%	16,438%	16,158%

	Cenário 8	Cenário 9	Cenário 10	Cenário 11	Cenário 12	Cenário 13	Cenário 14
Número de shows	0	4	0	4	0	4	0
Número de Times	1	1	1	1	1	0	0
Preço cadeiras	R\$ 30,00	R\$ 20,00	R\$ 20,00	R\$ 20,00	R\$ 20,00	-	-
% ocupação <i>Skybox</i>	25,0%	25,0%	25,0%	10,0%	10,0%	-	-

% ocupação <i>Business Seats</i>	25,0%	25,0%	25,0%	10,0%	10,0%	-	-
% ocupação Cadeira – Bahia	61,0%	61,0%	61,0%	50,0%	50,0%	-	-
% ocupação Cadeira – Vitória	-	-	-	-	-	-	-
Contraprestação Governamental	R\$107.605	R\$107.605	R\$107.605	R\$107.605	R\$107.605	R\$107.605	R\$107.605
Receita compartilhada com Governo	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Risco assumido pelo Governo	R\$ 1.297	R\$ 2.238	R\$ 3.212	R\$ 3.880	R\$ 5.178	R\$ 10.520	R\$ 11.818
Pagamento Governamental Total	R\$108.902	R\$109.843	R\$ 110.817	R\$ 111.485	R\$ 112.783	R\$ 118.125	R\$ 119.423
TIR projeto	8,863%	8,719%	8,568%	8,462%	8,253%	7,979%	7,750%
TIR acionista	15,765%	15,451%	15,145%	14,932%	14,510%	14,008%	13,550%

O gráfico abaixo apresenta a relação entre a TIR e o conjunto de premissas estabelecidas nos cenários próprios, de 1 a 14, com os valores de investimento inicial atualizados.



As conclusões resultantes da atualização dos valores a serem investidos são basicamente as mesmas, sem destaque para nenhuma diferença na análise.

V. Comentários sobre a Modelagem Institucional

O estudo se refere à modelagem de uma Parceria Público-Privada (PPP) na modalidade de concessão administrativa, prevista na lei 11.079 de 2004, assim descrita:

“Concessão administrativa é o contrato de prestação de serviços de que a Administração Pública seja a usuária direta ou indireta, ainda que envolva execução de obra ou fornecimento e instalação de bens”

Segundo a Lei 11.079 de 2004, os requisitos do modelo correspondem ao de uma concessão administrativa, descartando-se a viabilidade de concessão tradicional.

Sem entrar no mérito jurídico e considerando apenas a questão econômico-financeira relevante, há vários elementos que, no caso em tela, justificam a opção da Administração pela modalidade de Parceria Público Privada.

Em primeiro lugar, sob o ponto de vista dos incentivos econômicos presentes, o modelo de PPP permite o compartilhamento de riscos do setor público com o parceiro privado e, se adequadamente desenhada, cria incentivos para a melhor eficiência na utilização da Arena, em benefício da população. Ressalte-se aqui a possibilidade de desenvolvimento de modelos de negócios inovadores, que poderiam advir de consórcios experientes na operação de outras arenas. Foi com base nesta premissa que este estudo corroborou, em linhas gerais, a proposta da KPMG de que a operação da Arena poderá contribuir para um aumento do dispêndio médio com futebol na Região Metropolitana de Salvador, ainda que discordemos da magnitude da projeção deste aumento.

Em segundo lugar, sob o ponto de vista financeiro, como mostrou o estudo KPMG, há uma vantagem pela opção PPP relativamente à de obra pública, em termos de economia de recursos públicos. Sugere-se assegurar, entretanto, um aspecto que extrapola o escopo deste estudo, que corresponde ao custo das obras de implantação.

VI. Comentários Finais

O presente estudo realizou avaliação independente do “Estudo de viabilidade do Projeto Nova Fonte Nova” elaborado pela KPMG Structured Finance S.A. A metodologia empregada pela KPMG foi revisada e considerada adequada para os propósitos do estudo realizado. A revisão foi feita em curto espaço de tempo, de forma que não se pretende exaustiva nem completa, mas procurou avaliar os aspectos mais importantes que foram identificados, sem esgotá-los.

Foram revistas diversas premissas e, onde houve opinião discordante, foi apresentada fundamentação com base em estudo sobre vários aspectos relevantes. De maneira geral, as premissas foram consideradas otimistas, sendo que na revisão foram propostos parâmetros alternativos de projeção. A revisão da modelagem institucional aponta para a adequação da opção da Administração pela modalidade de Parceria Público-Privada.

Um importante aspecto é que o compartilhamento de riscos na proporção 80/20 levou a baixa variabilidade da TIR no cenário proposto pela KPMG. Esta baixa variabilidade pode conduzir a um baixo incentivo à geração de receita operacional, sendo que o parceiro pode, eventualmente, preferir a complementação de receita garantida pelo parceiro público. No estudo KPMG, o valor de contraprestação no cenário base foi de R\$ 84,3 milhões, no cenário base apresentado. Entretanto, variando as premissas na forma como foi discutido na seção III deste parecer, chegou-se a valores positivos de pagamentos pelo parceiro público, adicionais à contraprestação, a título de complementação da receita do parceiro privado.

Por não ser uma estimativa provável para o dispêndio total do parceiro público, pois os incentivos presentes tenderiam a acionar o mecanismo de complementação da receita em detrimento da busca de maior geração de receita operacional, estima-se que, no cenário base, o custo total para o Estado da Bahia ficaria em R\$ 106,492 milhões ao ano, pois seria necessária uma complementação de R\$22,240 milhões por ano.

Percebeu-se que um cenário diferente de compartilhamento de riscos poderia conter maiores incentivos à busca de receita operacional, e portanto à maior utilização da Arena. Sugeriu-se neste estudo a avaliação do caso de repartição do risco na proporção de 50% para cada parceiro, assim como na repartição da receita, desde o primeiro ano, como forma de produzir mais incentivos para a maximização da utilização.

Assim, no cenário base proposto, o valor de contraprestação seria maior, de R\$ 105,990 milhões por ano, comparado à da contraprestação estipulada pela KPMG (de R\$ 84,300 milhões, sem contar o risco assumido pelo estado) sendo que o incentivo dado pelo maior compartilhamento de risco torna menos provável o acionamento da complementação, e portanto mais provável que o dispêndio público fique circunscrito à contraprestação.

No cenário mais otimista proposto nesta revisão, o retorno do projeto seria de 10,39% e o retorno do acionista seria de 18,82%. No cenário mais pessimista, o retorno do projeto seria de 7,75% em termos reais, sendo que este retorno foi fixado 150 pontos-base acima da taxa considerada como livre de risco, e o retorno do acionista seria de 13,54%, também em termos reais.

Com o cenário mais realista, o gasto médio do cidadão metropolitano será de R\$ 9,46 o que representa mais que o triplo do gasto médio atual. Neste cenário, foi assumido que somente o Bahia optará por jogar na Arena, enquanto o Vitória fará opção de não jogar na Arena.

Em seção específica (seção IV.1), atualizamos o cenário-base a partir de novas informações sobre valores prováveis de investimento. Os valores obtidos de contraprestação foram de R\$ 107,605 milhões por ano, para TIR do projeto variando entre 7,75% e 10,777%, e TIR do acionista entre 13,55 e 19,61% ao ano.

A TIR do cenário base incorpora um prêmio de risco equivalente a 150 pontos-base sobre o retorno atualmente pago por uma NTN-B com vencimento em 2035. Ressalte-se que pode haver a incorporação de um prêmio de risco maior, não considerado nesta revisão, relacionado a risco de crédito, em função da qualidade das garantias oferecidas ao parceiro privado. Entretanto, é difícil mensurar este prêmio de risco, particularmente em função da inexistência de parâmetros de mercado, tais como preços de negociação de títulos estaduais ou municipais em mercados líquidos, ou mesmo *rating*. Este aspecto pode ser levado em consideração, admitindo-se taxas de retorno superiores às que foram aqui estimadas, tendo em vista esse prêmio de risco de crédito.

É o parecer.

São Paulo, 28 de setembro de 2009.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Frederico Araujo Turolla', written in a cursive style.

Frederico Araujo Turolla

Economista, CORECON-SP no. 27.335-1