

## ERROS E ACERTOS NO USO DO PLANO DE NEGÓCIOS E DA METODOLOGIA DO FLUXO DE CAIXA MARGINAL<sup>1-2</sup>

Mauricio Portugal Ribeiro<sup>3</sup>

### 1. USOS E DESCONFORTO RECENTE DO GOVERNO FEDERAL COM O PLANO DE NEGÓCIOS DE CONCESSÕES E PPPS

O Plano de Negócios (“PN”) é geralmente utilizado na regulação e acompanhamento de contratos de concessão ou PPP e nos respectivos processos de contratação para:

- a) Julgar a inexecuibilidade de propostas – para essa função ele geralmente é entregue pelo participante da licitação ao órgão licitante juntamente com a sua proposta econômica ou técnica, ou com os documentos de habilitação (algumas vezes a título de metodologia de execução do contrato);
- b) Recomposição do equilíbrio econômico-financeiro do contrato – para essa função bastaria ele ser entregue pelo adjudicatário ao Poder Concedente no final da licitação, como condição de assinatura do contrato de concessão.

---

<sup>1</sup> Esse artigo é dedicado a Patricia Lelis Assunção e a Marcelo Rangel Lennertz que, em um mesmo dia, sem se conhecerem e sem saberem um da existência do outro, notaram a utilidade que poderia ter a publicação nesse momento de um artigo sobre esse tema.

<sup>2</sup> Queria agradecer a Mario Engler Pinto Jr. a leitura atenta das primeiras minutas desse artigo e as diversas provocações que fez sobre o tema, que me fizeram estender ou mudar partes significativas desse artigo. Queria agradecer também a Marcelo Rangel Lennertz que comentou em detalhes uma primeira versão desse artigo, o que contribuiu para melhorar bastante a sua qualidade em vários aspectos. Há diversas notas de rodapé e explicações no corpo desse artigo que só existem em virtude desses comentários do Marcelo Lennertz e do Mario Engler Pinto Junior.

<sup>3</sup> Professor de Direito da Infraestrutura da Direito-Rio, Sócio da Portugal Ribeiro & Navarro Prado Advogados, e está contratado atualmente para assessorar a iniciativa privada ou para assessorar o Poder Público em diversos projetos nos quais o tema desse artigo está sendo discutido.

Portanto, a depender do uso que se pretenda fazer do PN, ele pode ser solicitado de formas diversas ao longo do procedimento de contratação.<sup>4</sup>

Nos setores de transportes, no âmbito da União, houve uma demonização política do PN: ele é visto como instrumento que cria risco de atrasos desnecessários nas licitações e que permite ganhos inadequados do concessionário nos processos de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro dos contratos. Particularmente, é comum atualmente no âmbito do Governo Federal culpar-se o PN pelo atraso na celebração do contrato de concessão da BR 101 – ES, que até o momento da redação desse artigo encontrava-se em disputa judicial.

O argumento nesse caso é que a discussão na esfera administrativa e judicial em torno do preenchimento adequado das rubricas do PN pelo participante que ofertou a proposta mais competitiva está retardando a assinatura do PN.

Além disso, também no âmbito do Governo Federal, culpa-se o PN pelos problemas recentemente detectados na área de fiscalização de contratos de concessão rodoviária da ANTT. Nesse caso, o argumento seria que o PN daria ao regulador uma liberdade

---

<sup>4</sup> Parece-me que vale a pena trazer a descrição do plano de negócios que realizei em escrito anterior sobre o tema:

“Preliminarmente, vale a pena entender o que é geralmente chamado de plano de negócios, para esse efeito. Muito embora a expressão plano de negócios designe o conjunto de informações necessárias para caracterizar um novo negócio ou empreendimento – inclusive informações sobre o setor no qual está inserido, mercado alvo, estratégia, demanda, receitas, custos principais, principais insumos, etc., e, por fim, fluxo de caixa estimado do negócio, considerando alguns cenários possíveis – no caso dos planos de negócio exigidos nas licitações de concessão comum e PPP, podemos distinguir claramente três partes, que terminam tendo funções diferentes na licitação:

- (a) A primeira, que podemos denominar de *estratégica*, na qual o participante da licitação provê informações sobre o negócio, suas características, principais riscos, custos, e receitas, e sobre como ele pretende se financiar e se organizar para explorá-lo;
- (b) A segunda, a qual tem natureza mais *técnica*, que envolve estudo preliminar e anteprojeto, conceituação e plantas esquemáticas, cortes, elevações, perspectivas, ou equivalentes, tudo a depender evidentemente do tipo de obra, serviço ou equipamentos envolvidos na consecução do objeto da concessão;
- (c) A terceira, que consubstancia *fluxo de caixa*, na qual é apresentada um conjunto de planilhas, geralmente em meio digital, preenchidas pelo participante da licitação, com base em modelos (“*templates*”) disponibilizados pelo Poder Público juntamente com o edital, das quais constam informações sobre estimativas de receitas e custos de investimento e operação ano a ano, custos financeiros, de capital próprio e de terceiros, forma de financiamento, e demais premissas financeiras utilizadas pelo participante da licitação para planejamento da concessão.

Feita uma primeira definição do plano de negócios, duas notas precisam ser feitas.

Em primeiro lugar, é importante observar que as discussões sobre o plano de negócios podem ser desdobradas em dois tópicos correlatos: o primeiro, sobre a sua utilização na licitação, como instrumento para selecionar participantes; e, o segundo sobre seu uso enquanto anexo do contrato, para mera informação do Poder Concedente, ou como instrumento vinculante para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro do contrato.”

Cf.: Mauricio Portugal Ribeiro, *Concessões e PPPs – melhores práticas em licitações e contratos*, São Paulo, Editora Atlas, 2011, p. 33 e seguintes

que, em contexto de eventual captura do regulador pelo regulado, permitiria a espoliação dos usuários pelo concessionário e por agentes público mal intencionados.

A solução subministrada para dar consequência a essas críticas no âmbito do Governo Federal são as seguintes:

- a) Excluir o plano de negócios do processo de licitação – conviver-se-ia com a situação algo esdrúxula em que os bancos apresentam cartas assinalando que leram e aprovaram um plano de negócios, mas ele não é trazido ao conhecimento do Poder Público no processo licitatório – ou seja, teríamos o “plano de negócios oculto” nas licitações;
- b) Substituir o método tradicional de uso do PN para recomposição do equilíbrio econômico-financeiro pela metodologia do fluxo de caixa marginal e pela adoção de uma série de outros mecanismos que supostamente “automatizam” a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro do contrato.

**Ainda que as críticas a alguns usos do PN possam ter mérito, e ainda que os problemas nos quais a crítica se baseia sejam reais e demandem reflexão e busca de solução, o tema que eu quero abordar nesse artigo é que a demonização política do PN, no âmbito do Governo Federal, levou a buscar coibi-lo a qualquer custo, desconsiderando-se os limites técnicos dos próprios mecanismos substitutivos do PN, como, por exemplo, os limites do uso tecnicamente consistente da metodologia do fluxo de caixa marginal.**

Esse uso dos mecanismos substitutivos do PN para além da sua própria capacidade técnica cria uma série de outros problemas na regulação dos contratos que têm sido em regra ignorados nos processos de modelagem dos contratos. São esses problemas que eu gostaria de trazer à tona no presente trabalho.

Nas linhas a seguir, pretendo: (a) trazer à tona, avaliar e revisar as críticas aos usos do PN em licitações e contratos de concessão e PPP; (b) explicar os fundamentos econômicos e jurídicos da recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por eventos que o contrato estabelece que são risco de uma parte, mas que atingem negativamente a outra parte do contrato, focando particularmente na discussão sobre a taxa a ser utilizada para diluição no tempo da compensação financeira à parte atingida por evento que é risco da outra parte; (c) mostrar os limites da metodologia do fluxo de caixa marginal quando empregada para a recomposição de equilíbrio econômico-financeiro por eventos que são risco de uma parte, mas atingem a outra parte do contrato, e os limites dessa metodologia também para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por novos investimentos.

O modo como esse artigo foi redigido pressupõe alguma familiaridade do leitor com o funcionamento do PN nas licitações de concessões e PPPs e na regulação dos contratos.

## **2. O PLANO DE NEGÓCIOS COMO INSTRUMENTO PARA JULGAMENTO DA EXEQUIBILIDADE DE PROPOSTA**

Eu sempre fui bastante cético quanto à utilização do PN como instrumento para definição da inexequibilidade de proposta.<sup>5</sup> É que me parece extremamente difícil distinguir – em um processo licitatório formal como o brasileiro, no qual é inviável diálogo competitivo – uma proposta simplesmente agressiva, mas exequível, de uma proposta inexequível.

Para entender porque, vale a pena distinguir os dois ângulos possíveis de análise de um plano de negócios em uma licitação.

O primeiro é o de coerência interna entre as informações nele veiculadas.

O segundo é o de correspondência entre as estimativas nele veiculadas e a realidade.

A análise de coerência interna pode ser feita no processo licitatório.

A análise, contudo, da correspondência com a realidade dos valores dos custos, estimativas de quantitativos para dimensionamento dos investimentos, demanda etc. é extremamente difícil de ser realizada. Em um contexto em que as licitações fossem menos formalistas, e que houvesse no Brasil um sistema de diálogo competitivo, talvez fosse possível realizar esse tipo de análise, por meio do questionamento pelo Poder Concedente, ao longo do processo de diálogo competitivo, por exemplo, dos números, estimativas etc. de um participante da licitação que destoassem dos demais participantes da licitação.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Mauricio Portugal Ribeiro, *Concessões e PPPs – melhores práticas em licitações e contratos*, São Paulo, Editora Atlas, 2011, p. 33 e seguintes.

<sup>6</sup> Vale trazer a tona nota constante do escrito anterior de minha autoria: “O Poder Concedente poderia, em casos como esse, abrir diligência, com base no artigo 43, §3º, da Lei 8.666/93 e solicitar as informações necessárias para esclarecimento do problema. A dificuldade, neste caso, é que as incertezas quanto à aderência dos custos a realidade são de tal monta, que um mero procedimento desse tipo não traria necessariamente mais segurança para o Poder Público. Além disso, ao apontar falhas menores no preenchimento do plano de negócios, o Poder Público abre o espaço para que esse ponto vire objeto de questionamento pelos outros participantes da licitação, e – no formalismo do nosso processo licitatório – essas falhas menores e formais podem levar a desqualificação ou desclassificação de proponentes sérios. Por isso, na prática, uma comissão de licitação experimentada só converteria em diligência falhas extremamente relevantes e que pudessem ser sanadas sem por em risco o processo licitatório.” Cf.: Mauricio Portugal Ribeiro, *Concessões e PPPs – melhores práticas em licitações e contratos*, São Paulo, Editora Atlas, 2011, nota de rodapé 144, página 113.

Todas as vezes que estive no Poder Público responsável pela condução de uma licitação, ou como assessor do Poder Público, parecia-me sempre que o PN era apenas um instrumento para sistematizar informações cuja correspondência com a realidade dificilmente poderia ser checada ao longo da licitação.

Nesse sentido, a única coisa que me parecia viável analisar no âmbito de uma licitação era a coerência interna das informações veiculadas pelo PN.

Sempre pairava para mim a questão sobre se essa possibilidade de análise da coerência interna do PN era suficiente para justificar a sua exigência na licitação. Na grande maioria das vezes, me parecia que não.

Atualmente, com o recente *glamour* em torno do Brasil e dos projetos de infraestrutura, tenho visto, contudo, licitações em que os valores ofertados parecem completamente descolados da realidade, tão assim que é difícil imaginar um PN internamente coerente que articule essas informações. Ao mesmo tempo, há uma clara percepção de que essas ofertas agressivas tem resultado na assinatura de contratos que não são executados adequadamente, os investimentos são adiados e o usuário termina, na prática, penalizado, como tem ocorrido, por exemplo, com alguns dos 7 lotes de rodovias federais que foram licitados em 2007.

Nesse contexto, tenho me perguntado em que medida exigir dos participantes da licitação que articulem o seu cálculo em um plano de negócios poderia ao menos garantir um mínimo de coerência entre as informações sobre o projeto usadas pelos participantes da licitação para realizar as suas propostas.<sup>7</sup>

Seria viável, por exemplo, requerer que os participantes da licitação entregassem planos de negócios em formato de planilha Excel, que satisfizessem a um conjunto de testes, por exemplo, relativos ao índice mínimo de cobertura da dívida, alavancagem máxima e outros estabelecidos em coerência com as condições de mercado para projetos desse tipo.<sup>8</sup> A rigor, isso não impediria que um participante da licitação simplesmente fizesse estimativa completamente dissociada da realidade, mas que satisfizesse a esses testes. Mas, de qualquer modo, isso daria alguns limites ainda que formais à proposta.

---

<sup>7</sup> No âmbito do financiamento desses projetos, o BNDES tem tratado a distancia entre as propostas e a realidade por meio da estipulação de mecanismos que, em última análise, leva o BNDES a não tomar o risco propriamente do projeto. Permanecem em vigor, ao longo do contrato de financiamento, mecanismos que permitem ao banco exigir novos aportes dos controladores da concessionária, sempre que as receitas da concessão não sejam suficientes para cobrir os custos do financiamento e da operação da concessionária.

<sup>8</sup> A sugestão de incluir esses testes no plano de negócios em licitação me foi feita pela primeira vez por Adriano Maia, a quem agradeço pelo aprendizado que tive na discussão que tivemos recentemente sobre esse tema.

Note-se ainda que, na estrutura das licitações atualmente utilizadas no Governo Federal para os setores de transportes, a utilização do PN para controle de exequibilidade de propostas iria requerer uma reflexão sobre a sua compatibilização com a lógica de lances em viva-voz ou eletrônico. É que, ao realizar lances em viva-voz ou eletrônicos, quaisquer que sejam os números colocados no PN entregue juntamente com a proposta ou com os documentos de habilitação, se tornam inválidos, já que a proposta final, vencedora do certame, terá valor diferente daquela espelhada no PN.<sup>9</sup>

Uma alternativa seria o PN prever, além do preço consignado na proposta, margem de variação do preço até onde o participante acha ser viável executar a proposta. Se esse sistema fosse adotado, todavia, a questão que emergiria é: por que não fazer, então, uma licitação com apenas a fase de propostas escritas, excluindo-se a fase em viva-voz? Se a idéia é que a proposta escrita (e o respectivo PN) reflita o valor da melhor proposta do participante da licitação, então a licitação com apenas uma fase de propostas escritas em envelopes fechados seria a melhor forma de realizar o certame.

Um uso do PN que tem me parecido útil – particularmente em projetos em que há custos não revelados, ou de difícil identificação e no qual o Governo, por razões políticas, não queira dar prazo suficiente à iniciativa privada para a realização de estudos profundos o suficiente para revelar esses custos – é incluir no edital exigência do participante da licitação consignar no PN valores mínimos para lidar com custos (por exemplo, de compensações ambientais, desapropriações etc.) que o Poder Público já saiba existir.

Esse uso do PN diminui:

- (a) a assimetria de informações entre o Poder Concedente e os participantes da licitação (por meio desse mecanismo o Poder Público transfere informação sobre o custo estimado para lidar com os problemas relacionados ao projeto); e, o que é mais importante,
- (b) a assimetria de informações entre os participantes da licitação, de modo a evitar a **seleção adversa na licitação** – evita que participantes que estudem mais profundamente o problema percam competitividade por incluírem em suas respectivas propostas o custo de lidar com o problema, que participantes que não

---

<sup>9</sup> Marcelo Lennertz me chamou atenção, com razão, de que esse problema ocorre mesmo sem a exigência de apresentação de PN. Na rodada passada de licitação de concessão de aeroportos, a instituição financeira declarava que a proposta escrita era exequível, mas não era chamada a ratificar o lance vencedor no leilão em viva-voz.

realizaram esforço para obter as informações não considerarão nas respectivas propostas e, por isso, esses últimos terão propostas mais competitivas.<sup>10</sup>

### **3. O PLANO DE NEGÓCIOS COMO INSTRUMENTO PARA RECOMPOSIÇÃO DO EQUILÍBRIO ECONÔMICO-FINANCEIRO**

O instituto do equilíbrio econômico-financeiro dos contratos administrativos abrange basicamente dois tipos de compensações financeiras entre as partes:

- a) A compensação financeira pela ocorrência de eventos que são risco de uma das partes, mas que afete negativamente a outra parte;
- b) A compensação financeira pela inclusão de novos investimentos no contrato ou por mudanças no seu escopo.

Ambas essas compensações financeiras podem ser feitas utilizando como referência o PN originário do contrato. Os contratos de concessão de rodovias federais a partir de 2009, por consequência inclusive de críticas que fiz no passado, limitaram o uso do PN às compensações financeiras pela ocorrência de eventos que são risco de uma parte, mas afete a outra parte.

A seguir, tanto a ANTT (neste caso por exigência do TCU<sup>11</sup>) como a ARTESP evoluíram no sentido de adotar, para novos investimentos, mesmo em contratos em curso, a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por fluxo de caixa marginal. O uso do PN como referência para as compensações financeiras ficava, então, restrito àquelas situações em que ocorre evento gravoso que é risco de uma parte, mas afete a outra parte do contrato.

A partir de então, foi comum buscar-se limitar ou até mesmo abolir o uso do PN para realização da recomposição do equilíbrio econômico-financeiro. Por exemplo, nos contratos de concessão dos aeroportos de Guarulhos, Brasília e Vira Copos, o PN foi abolido como instrumento de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro e foi adotada, para ambas as hipóteses acima descritas, a metodologia do fluxo de caixa marginal.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Há, certamente, outras opções para resolver o problema da seleção adversa na licitação. Uma delas seria simplesmente atribuir o risco relativo ao objeto sobre o qual há dificuldade de obtenção de informação ao Poder Público. Isso faria com que esse objeto não afetasse a concorrência na licitação, pois qualquer que seja o custo envolvido na remediação do problema, esse custo será de responsabilidade do Poder Público.

<sup>11</sup> Acórdão TCU, nº 2.154/2007. As exigências constantes desse acórdão foram responsáveis por gerar a Resolução ANTT n. 3.651/11, de 7 de abril de 2011.

<sup>12</sup> Cf.: Cláusula 6.26 da minuta de contrato de concessão (anexo 25 do Edital) e anexo 5 (Fluxo de Caixa Marginal) do edital.

A seguir, vou descrever e avaliar as críticas ao PN como instrumento para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro. O objetivo é definir quais críticas têm mérito e em que casos faz sentido continuar usando o PN e em que casos ele deve de fato ser substituído.

### 3.1. CRÍTICAS AO PLANO DE NEGÓCIOS

Estudando a partir de 2002 o uso tradicional do PN pela ANTT e ARTESP no setor de rodovias, fui possivelmente um dos primeiros a fazer publicamente duas críticas sobre o plano de negócios como instrumento para a realização do equilíbrio econômico-financeiro em concessões:<sup>13</sup>

- (a) A primeira sobre as distorções que o uso tradicional do PN realizava na matriz de riscos contratual;
- (b) A segunda sobre os ganhos auferidos por concessionários por consequência do uso da rentabilidade estimada no PN como referência para novos investimentos, cuja decisão era tomada vários anos após a assinatura do contrato de concessão.

Como vou mostrar a seguir, essas críticas foram ouvidas e se desenvolveram mecanismos<sup>14</sup> para resolvê-las, de maneira que, atualmente;

- i) Para resolver a crítica relativa à distorção da matriz de riscos – praticamente todos os contratos que preveem o uso do PN como instrumento para recomposição do equilíbrio econômico-financeiro dizem claramente que o concessionário só pode solicitar recomposição do equilíbrio quando o evento for risco atribuído pelo contrato ao Poder Concedente;
- ii) Para resolver a crítica relativa ao uso das premissas financeiras do PN para novos investimentos – foi desenvolvida a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por fluxo de caixa marginal.

---

<sup>13</sup> Essas críticas foram o ponto de partida para desenvolvimento da Cláusula sobre recomposição do equilíbrio econômico-financeiro constante do contrato de concessão das rodovias BR 116/324. Mas elas só ganharam forma analítica no meu livro sobre melhores práticas em licitações e contratos de concessão e PPPs. Cf.: Mauricio Portugal Ribeiro, *Concessões e PPPs – melhores práticas em licitações e contratos*, São Paulo, Editora Atlas, 2011, itens XV.2.3 e seguintes.

<sup>14</sup> Eu mesmo tive oportunidade de participar de projetos em que mecanismos para isso foram desenvolvidos, como, por exemplo, cláusulas contratuais sobre a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro, que deixavam claro que a solicitação pelo concessionário da recomposição do equilíbrio econômico-financeiro só pode se realizar se o risco do evento causador do desequilíbrio estiver claramente atribuído ao Poder Concedente.



A seguir vou descrever em mais detalhes as críticas aos usos inadequados do PN e os remédios que foram e estão sendo adotados para resolver os problemas que apontei.

### **3.1.1. PLANO DE NEGÓCIOS E A DISTORÇÃO DA MATRIZ DE RISCOS**

O PN era utilizado como referencia para a manutenção da rentabilidade do negócio (taxa interna de retorno do projeto) muitas vezes sem qualquer preocupação com a distribuição de riscos contratual.

Nesse contexto, o PN virava um instrumento para fazer “*mark up*” de preços. Se o concessionário, por exemplo, não conseguia gerir adequadamente um risco que o contrato lhe atribuía e isso reduzia a sua rentabilidade, ele simplesmente mostrava ao regulador que a sua rentabilidade real era menor do que a estimada no PN e, solicitava, por essa razão, a recomposição do equilíbrio para atingir a rentabilidade estimada.

Essa prática distorcia completamente a distribuição de riscos contratual, e terminava por garantir ao concessionário a rentabilidade prevista em sua proposta independentemente do concessionário ter o desempenho na prestação dos serviços necessário para obter aquela rentabilidade.

Isso, contudo – até como consequência da crítica que fiz, e do trabalho de desenvolvimento de um novo modelo de contrato de concessão de rodovias, realizado em torno do projeto da concessão da BR 116/324 (e depois fartamente reutilizado em projetos federais e estaduais) – foi resolvido pela utilização de contratos com matrizes de riscos muito mais detalhadas que aquelas que originalmente constavam dos contratos de concessão de rodovias pré-2005 (ano em que foi desenvolvida a minuta de contrato da BR 116/324).

Todos os contratos de concessão de rodovias (e nos demais setores em que o mesmo modelo foi utilizado) a partir de então passaram a consignar que, só é cabível a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro a favor do concessionário se o evento causador do desequilíbrio for risco atribuído pelo contrato ao Poder Concedente.

A farta utilização em outros projetos do conjunto de cláusulas que constou do projeto da BR 116/324<sup>15</sup>, e a disseminação da crítica que eu fazia à visão tradicional de equilíbrio econômico-financeiro de contratos que tornava isso viável, praticamente

---

<sup>15</sup> O BNDES e as suas parceiras com a EBP – Estruturadora Brasileira de Projetos e como o IFC e o BID foram os responsáveis por difundir para outros setores de infraestrutura os mecanismos que foram desenvolvidos no contrato da BR 116/324. Alguns desses mecanismos sofreram aperfeiçoamentos, outros, no entanto, tiveram usos diversos da sua concepção originária, como é o caso do que ocorreu com o fluxo de caixa marginal, conforme apontaremos no item 5 abaixo.

resolveram o problema da distorção da matriz de riscos, que ocorria por consequência do uso tradicional do PN, particularmente no setor de rodovias, pela ANTT e ARTESP.

A grande maioria dos contratos de concessão e PPP nos setores de transportes atualmente consigna que a recomposição do equilíbrio em favor do concessionário só pode ser realizada quando o risco do evento causador do desequilíbrio tenha sido contratualmente atribuído ao Poder Concedente.

Por isso, na minha visão, esse problema, da perspectiva da modelagem contratual, está resolvido. Trata-se, portanto, de uma crítica que se refere a um problema passado, muito comum nos contratos celebrados pré-2005.

A questão que ainda paira é saber se, na prática, os reguladores estão de fato fazendo a verificação, antes da realização da recomposição do equilíbrio econômico-financeiro a favor do concessionário, que o evento causador do desequilíbrio é responsabilidade contratual do Poder Concedente.

### **3.1.2. PLANO DE NEGÓCIOS COMO INSTRUMENTO PARA RECOMPOSIÇÃO DO EQUILÍBRIO ECONÔMICO-FINANCEIRO POR NOVOS INVESTIMENTOS**

O outro problema que eu apontava no uso tradicional do PN era a utilização das suas premissas financeiras para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro pela inclusão de novos investimentos, em contexto em que a melhoria da situação macroeconômica do país havida nos últimos 20 anos tornava as condições originárias do PN extremamente benéficas para o concessionário, quando utilizadas como referencia para a modelagem de novos investimentos.

Eu dizia, então, que a utilização do PN como instrumento para recomposição do equilíbrio por novos investimentos levava a que o concessionário se apropriasse sozinho de ganhos que decorriam de eventos fora do seu controle (melhoria da situação macroeconômica do país).

Foi nesse contexto, que desenvolvi, também no âmbito da estruturação do projeto da BR 116/324, em conjunto com diversos colegas do Governo Federal<sup>16</sup>, as cláusulas para aplicação, pela primeira vez no Brasil, da metodologia do fluxo de caixa marginal para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro.

É importante notar que essas cláusulas, quando foram desenvolvidas, estavam voltadas apenas para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por novos

---

<sup>16</sup> Estiveram envolvidos entre outros, pelo BNDES, Marcos Barbosa Pinto, Henrique do Amarante da Costa Pinto, Marcelo Miterhof, Rodolfo Torres, Cleverson Aroeira e Paulo de Meira Lins; pelo Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, Ruy Moraes, Barbara Brito, Lucas Prado, Bernardo Figueiredo, Antonio Henrique Silveira, Arno Meyer, Antonio José Alves e outros.

investimentos. Não havia, então, a intenção de aplicar o fluxo de caixa marginal à recomposição do equilíbrio econômico-financeiro pela ocorrência de riscos atribuídos a uma parte, mas cujas consequências gravosas atingisse à outra parte do contrato.

Aliás, a minha percepção já nessa época era que, pelas razões que exponho no item 5.2 abaixo, a utilização da metodologia do fluxo de caixa marginal para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por qualquer ocorrência que não seja a inclusão de novos investimentos no contrato configura, em regra, impropriedade técnica.

#### **4. O PARÂMETRO PARA A COMPENSAÇÃO FINANCEIRA DA PARTE ATINGIDA POR EVENTO QUE É RISCO DA OUTRA PARTE**

A compensação pela ocorrência de eventos cujo risco é atribuído pelo contrato a uma das partes, mas que afetem à outra parte, deveria restabelecer a condição econômico-financeira da parte atingida anterior ao evento gravoso.

Qualquer metodologia que implique em deixar a parte atingida em condição pior do que a que tinha antes da ocorrência do evento gravoso é inadequada para esse fim, pois reduz a eficácia da própria matriz de riscos contratual.

##### **4.1. OPÇÕES TEMPORAIS EM RELAÇÃO À RECOMPOSIÇÃO DO EQUILÍBRIO ECONÔMICO-FINANCEIRO PARA INVESTIMENTOS PREVISTOS NO CONTRATO ORIGINÁRIO**

Existem duas opções temporais para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro em concessões e PPPs:

- a) A primeira é o pagamento à vista de indenização à parte afetada por evento que é risco de outra parte;
- b) A segunda é a diluição do pagamento dessa compensação financeira no fluxo de caixa da concessionária.

Quando se trata de evento que é risco do Poder Concedente, mas que afete negativamente o fluxo de caixa da concessionária, o Poder Concedente geralmente não quer pagar à vista à concessionária. Isso porque um pagamento à vista a um concessionário, apesar de ser algo completamente legítimo, possivelmente geraria manchetes de jornais desfavoráveis.

Além disso, possivelmente, para realizar tal pagamento, o Poder Executivo teria que aprovar uma modificação da lei orçamentária junto ao Poder Legislativo. E isso também tem custos políticos que são difíceis de serem assumidos pelo Poder

Executivo quando o evento em si (isto é o pagamento ao concessionário) não gerará bônus políticos nem para o Poder Executivo, nem para o Poder Legislativo.

Essas notas vêm a propósito de dizer que, na prática, **o Poder Concedente nunca paga ao concessionário à vista para compensá-lo financeiramente por ter sofrido as consequências gravosas de riscos que são do Poder Concedente. Portanto, na prática, o Poder Concedente sempre diluirá no tempo a compensação financeira aos concessionários por eventos que são risco do Poder Concedente, mas cuja ocorrência afete negativamente o concessionário.**

A questão central, nesse contexto, é qual a taxa a ser utilizada para diluir no tempo esse adiamento da compensação ao concessionário por ter sofrido consequências de riscos que são do Poder Concedente. Essa discussão sobre a taxa leva também a uma discussão sobre a fonte dessa taxa (se ela dever contratual, se ela deve ser objeto de regulamento etc.).

Observe-se, por fim, que apesar da taxa contratual – para diluição no tempo da compensação por eventos gravosos que atinge uma das partes, mas que é risco da outra – ser **em tese** uma via de mão dupla (incidiria sobre a diluição no tempo da compensação por eventos que são risco de qualquer das partes), **na prática, como o concessionário, na condição de quem implanta e opera diretamente projeto, está muito mais exposto a ser atingido por riscos que são de responsabilidade do Poder Concedente - do que o Poder Concedente está exposto a riscos de responsabilidade do concessionário – eventuais diferenças entre a taxa de rentabilidade do concessionário e a taxa para diluição no tempo da compensação financeira tenderá a ter impacto muito maior para o concessionário que para o Poder Concedente.**

Na próxima rubrica, vou tratar da discussão sobre a fonte dessa taxa. No item seguinte, vou tratar da metodologia para a sua estipulação.

#### **4.2. A FONTE DA TAXA A SER UTILIZADA PARA DILUIR NO TEMPO EVENTUAL COMPENSAÇÃO POR EVENTOS GRAVOSOS QUE SÃO RISCO DE UMA PARTE, MAS AFETEM NEGATIVAMENTE À OUTRA PARTE**

A discussão sobre qual a taxa a ser utilizada para diluir no tempo a compensação das partes (mas que em regra, como já notei acima, atingirá o concessionário) tem dois aspectos: o primeiro é a fonte onde se obtém essa taxa.

Em relação à fonte, a discussão é sobre se a taxa deve ser uma taxa:

- (a) estabelecida pelo Poder Concedente, em regulamento ou no contrato de concessão; ou,

(b) uma taxa estipulada pela concessionária em sua proposta – nesse caso a vinculação das partes a essa taxa seria contratual.

Em relação à fonte, a minha percepção é que faz sentido que ela seja ou estabelecida no contrato, ou estipulada pelo concessionário em sua proposta originária. Em ambos esses casos, a vinculação das partes à taxa teria origem no contrato.

Não me parece fazer nenhum sentido que a fonte dessa taxa seja regulamento da agencia reguladora, que pode ser modificado a qualquer tempo, de maneira que o concessionário fica completamente a mercê da decisão do regulador sobre um aspecto que pode impactar de maneira peremptória a sua rentabilidade.

Essa solução de remeter a regulamento da agencia a definição da taxa para diluição no fluxo de caixa das compensações financeiras foi adotada nos recentes editais/contratos de concessão dos aeroportos de Guarulhos, Brasília e Vira Copos, que remeteram ao processo de revisão contratual a definição da taxa de desconto a ser utilizada na metodologia do fluxo de caixa marginal, que naqueles contratos é a forma de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro adotada para ambos os casos, compensações por novos investimentos ou compensações por riscos atribuídos a uma parte, mas cujas consequências afetem a outra parte. Essa ideia de remeter a regulamento da agencia reguladora a estipulação da taxa foi também adotada no edital das novas concessões de rodovias federais da III Etapa, 3ª fase, recentemente submetidos à consulta pública.

O fato de não haver clareza sobre essa taxa no ato de assinatura do contrato tira a credibilidade da própria distribuição de riscos. Isso porque a incerteza sobre a taxa cria incerteza sobre se uma parte será adequadamente compensada quando vier a sofrer as consequências gravosas de riscos atribuídos à outra parte. Ora, isso atinge a própria efetividade da distribuição de riscos.

Por essa razão, parece-me um erro técnico remeter a regulamento a definição da taxa a ser utilizada para diluição no tempo das compensações por riscos a serem atribuídos a uma parte, mas cujos eventos gravosos impactam a outra parte.

Restam, portanto, duas opções que me parecem razoáveis como fonte da taxa para diluição no tempo da compensação financeira.

A primeira seria estabelecer no contrato que será utilizada a taxa de rentabilidade prevista no PN. A taxa nesse caso seria estipulada pelo vencedor da licitação, ou ao tempo em que realizou a sua proposta, ou como condição da assinatura do contrato – a depender do momento em que as regras da licitação exigiram a entrega do PN.<sup>17-18</sup>

---

<sup>17</sup> No passado, critiquei várias vezes a ideia, expressada de forma irrefletida por alguns dos nossos doutrinadores do Direito Administrativo, de que a taxa interna de retorno prevista no PN é

Essa opção tem o mérito de trazer para o contrato a taxa de rentabilidade declarada pelo investidor. Eventuais diluições no tempo de compensações financeiras ao concessionário por riscos que são do Poder Concedente, se realizadas utilizando essa taxa, estariam usando a taxa de atratividade do negócio estipulada pelo próprio participante da licitação (que se tornou concessionário), de maneira que, rigorosamente, essa diluição do pagamento do tempo se faria neutra, de uma perspectiva econômica, para o concessionário, eis que realizada usando a sua taxa de rentabilidade estimada (e declarada) como condição para entrada na concessão.

A outra opção seria prever uma fórmula no contrato de concessão para a diluição no tempo dessas compensações. Nesse caso, a taxa seria estipulada pelo Poder Concedente quando da definição da minuta de contrato submetida à licitação.

Essa taxa, a rigor, será superior ou inferior àquela que o concessionário usou na sua estimativa de rentabilidade para o negócio.

Da perspectiva do Poder Concedente, essa será em regra percebida como uma taxa justa, eis que calculada com premissas que ele estabeleceu.

Essa percepção, contudo, nem sempre será a mesma para o concessionário.

Para o concessionário, eventual diferença – entre a taxa contratual para diluição no tempo de compensações por riscos que são da outra parte – será percebida em si como um risco: o risco de que a sua compensação por riscos que são do Poder

---

necessariamente vinculante para efeito de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro. De fato, a minha opinião é que, para efeito de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro, o que importa é o que está estabelecido no contrato. Se o contrato de concessão diz que a taxa prevista no PN será utilizada para diluir no tempo as compensações financeiras, então é essa regra que vale. Se o contrato, por sua vez, estabelece, por exemplo, uma fórmula para cálculo da recomposição do equilíbrio, vale o que está previsto no contrato.

Não fazia e continua sem fazer qualquer sentido para mim o argumento – as vezes usados por doutrinadores tradicionais do Direito Administrativo – de que haveria uma vinculação intrínseca do direito à recomposição do equilíbrio econômico-financeiro à taxa de retorno do projeto prevista no PN. Na minha opinião, o que faz sentido econômica e juridicamente é que valha a regra prevista no contrato. Pois foi com base nessa regra que o concessionário estipulou o preço da sua proposta (quando ainda na condição de participante da licitação).

<sup>18</sup> Observe-se que se essa solução for adotada, talvez seja conveniente tornar as referências de custo do plano de negócios vinculantes para efeito de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por eventos cujo risco é de uma parte, mas cuja ocorrência afete a outra parte. É que se esses itens de custo não forem vinculantes, haverá incentivo para o concessionário, por ocasião da formulação do seu plano de negócios, subestimar os custos para maximizar a rentabilidade estimada no plano de negócios. É que, em contexto em que a taxa de rentabilidade for vinculante, mas os custos não o sejam, o concessionário terá incentivo para superestimar a taxa de rentabilidade e reduzir artificialmente, os custos, para efeito de confecção do plano de negócios, de maneira que, sempre que houver a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro a rentabilidade a ser utilizada seja a mais alta possível. Se, contudo, os custos forem vinculantes, o concessionário perderá o incentivo para superestimar a sua rentabilidade. É que, quando for realizada a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro, os custos estimados no plano de negócios serão usados também como referência de maneira que empurrará-os artificialmente para baixo quando da confecção do plano de negócios pode não ser uma boa estratégia para o concessionário no longo prazo.

Concedente seja insuficiente para lhe por na condição anterior à ocorrência do evento gravoso; risco esse que, como já disse acima, afeta a credibilidade do sistema contratual de distribuição de riscos.

A depender de quão grande for a diferença entre a taxa estipulada no contrato pelo Poder Concedente e as taxas de mercado para implantar e operar projetos semelhantes, talvez os potenciais participantes da licitação resolvam não entrar na licitação, por terem a percepção de que o sistema de compensação pela ocorrência de eventos que afetem o concessionário, mas que são risco do Poder Concedente, simplesmente não é serio.

O problema descrito se aplica perfeitamente à tentativa muito comum atualmente de utilização da metodologia do fluxo de caixa marginal para a diluição no tempo da compensação financeira a concessionário em caso de ocorrência de risco do Poder Concedente.

Por isso, é extremamente importante que, quando o Poder Público estipular essa taxa contratual, considere a visão de mercado sobre a rentabilidade necessária para implantar e operar um projeto com nível de risco semelhante.

Creio que vale a pena comentar a seguir as estratégias para estipulação dessa taxa contratual para diluição no tempo de eventuais compensações pela ocorrência de eventos que são risco de uma das partes, mas afetem à outra parte.

#### **4.3. ESTIPULAÇÃO DA TAXA A SER UTILIZADA PARA DILUIR NO TEMPO EVENTUAL COMPENSAÇÃO FINANCEIRA POR EVENTOS GRAVOSOS QUE SÃO RISCO DE UMA PARTE, MAS AFETEM NEGATIVAMENTE A OUTRA PARTE**

Existem algumas estratégias que têm sido utilizadas pelos entes estatais para estabelecer a taxa para diluir no tempo as compensações financeiras decorrentes de riscos atribuídos no contrato a uma parte por eventos que quando ocorrem geram consequências negativas na outra parte:

- a) Estipular fórmula que represente a diferença entre o risco específico do projeto, fixando, nesta fórmula, a diferença entre o WACC – *Weighted Average Cost of Capital* usado no estudo de viabilidade e uma taxa qualquer de mercado<sup>19</sup> – os projetos que usaram fórmulas desse tipo o fizeram apenas para

---

<sup>19</sup> Essa é uma forma de fixar a taxa de desconto de maneira a dar segurança ao concessionário que o risco específico do projeto será remunerado por uma taxa acima, por exemplo, 8 pontos percentuais de uma taxa de mercado, como, por exemplo, o CDI. Isso dá previsibilidade ao concessionário sobre qual será a taxa a ser utilizada em caso de diluição no tempo dos efeitos de eventual recomposição do equilíbrio econômico-financeiro.

novos investimentos, mas não o fizeram para a diluição da compensação financeira por riscos atribuídos a uma parte, mas cujos eventos afetem a outra. Veja-se o exemplo dos contratos de concessão da BR 116/324 e da rodovia BA093, que estabeleceram a seguinte fórmula paramétrica para fixar a taxa de desconto do fluxo de caixa marginal, que estabiliza, ao longo da concessão, a diferença entre o WACC utilizado no estudo de viabilidade e a TJLP:

$$\frac{(1 + TJLP + 8\%)}{1 + \pi} - 1$$

Onde:  $\pi$  equivale a meta de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional para o respectivo ano em que ocorrer a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro e a TJLP é a vigente na data da definição da recomposição do equilíbrio econômico-financeiro.

- b) Estipular fórmula que represente o WACC do negócio – fórmula semelhante está sendo utilizada nas novas concessões de rodovias federais (cf.: item 22.5.2 da minuta de contrato publicado para consulta pública, das concessões da III Etapa, 3ª fase). Nesse caso, na verdade será necessário estimar o WACC de um negócio semelhante à concessionária, pois, como é cediço o WACC real da concessionária, como sociedade de propósito específico, só será conhecido quando da extinção do contrato de concessão (eis que a remuneração do capital próprio é sempre algo residual e incerto, e, por isso, o custo real do capital próprio só é conhecido no ato de extinção do contrato).

Em todos esses casos, o grande problema é que a taxa contratualmente estabelecida será diferente da rentabilidade de referencia estimada pelo concessionário quando participante da licitação. E esse descolamento entre a taxa de referencia utilizada pelo concessionário quando da tomada de decisão sobre o investimento e a taxa contratualmente estabelecida pode – em caso de ocorrência dos eventos gravosos que atingem uma parte, mas são risco da outra – **em tese** levar a:

- i) **Aumento da rentabilidade** da parte atingida pelo evento – isso se a taxa estabelecida contratualmente for maior que a taxa estipulada como referencia pelo concessionário para a realização do investimento;
- ii) **Redução da rentabilidade** da parte atingida pelo evento – isso se a taxa estabelecida contratualmente for menor que a taxa estipulada como referencia pelo concessionário para a realização do investimento.

---

A pressuposição da adoção desse tipo de fórmula é que a relação entre o risco específico do projeto e as taxas de mercado é estável no tempo. Essa pressuposição sequer tem a pretensão de ser algo preciso empiricamente. Trata-se de uma simplificação útil para dar às partes a segurança necessária quanto à definição da taxa, mantendo-a atrelada, contudo, à variação de outras taxas de mercado.



Como, contudo, as taxas usadas pelo Governo Federal para modelagem desses projetos têm sido sempre muito mais baixas que as taxas exigidas pelo mercado para projetos similares<sup>20</sup>, a ocorrência de evento que é risco de uma das partes e impacta a outra parte levará necessariamente à redução da rentabilidade dos concessionários porque na prática as taxas contratuais nos projetos do Governo Federal serão sempre menores que aquelas estabelecidas pelos concessionários como referencia para a realização do investimento.<sup>21-22</sup>

Isso quer dizer que a ocorrência de evento gravoso que impacta o concessionário mas que é risco do Poder Concedente levará à redução da rentabilidade do concessionário. Em outras palavras: o sistema de compensação ao concessionário por riscos que são atribuídos ao Poder Concedente **será insuficiente** para coloca-lo na mesma condição anterior à ocorrência do evento gravoso. E isso é o que materialmente caracterizaria, do ponto de vista jurídico, **enriquecimento sem causa**. Não haveria, contudo, enriquecimento sem causa nesse caso simplesmente porque, como essas metodologias são, em regra, estipuladas no contrato, a causa do enriquecimento nesse caso seria a natureza e estrutura do próprio contrato que as partes celebraram.

---

<sup>20</sup> Isso nos levaria a perguntar porque, então, essas licitações não dão vazias. É difícil dar uma resposta peremptória para isso. Mas, creio que o sucesso das licitações pode estar intimamente ligado ao insucesso no cumprimento dos contratos. Em outras palavras, apesar das licitações não darem vazias, o contratado só eventualmente cumpre o contrato. Particularmente, parece estar se tornando comum a estratégia de adiamento de investimentos exigidos no contrato, por exemplo, por meio de falso esforço para obtenção das licenças ambientais (entrega pelo concessionário ao órgão ambiental de estudos deficientes que levam o órgão ambiental a não emitir as licenças) e uso do suposto radicalismo dos órgãos ambientais como desculpa para não obtenção das licenças. Isso tem sido particularmente comum em projetos de concessão *brownfield*, isto é projetos em que já existe infraestrutura implantada e que, por isso, a cobrança das tarifas ou percepção de outras receitas pelo concessionário é viável mesmo antes da realização de investimentos relevantes. Daí que talvez a solução desse problema seja modelar os projetos de modo a dar-lhes características, da perspectiva financeira, semelhantes a de projetos *greenfield*.

<sup>21</sup> Isso decorre das premissas geralmente utilizadas, particularmente, pelo Ministério da Fazenda para cálculo do WACC a ser utilizado como referencia para os projetos. A impressão que as vezes fica a um observador atento é que define-se um número cabalístico de TIR de projeto (por exemplo, 8%), define-se o custo da dívida e a alavancagem por referência as regras de financiamento do BNDES para o setor, e a resultante disso é o TIR do investidor. A metodologia do CAPM – *Capital Asset Pricing Model* para definição da TIR do investidor de referencia nesse contexto parece ser usada apenas como um instrumento para justificar o valor do TIR do investidor resultante dessa conta. A extensão da série histórica utilizada para definição do risco Brasil e a metodologia para cálculo do  $\beta$  setorial são os alvos de ajustes para justificar o número já estabelecido pelo exercício acima mencionado.

<sup>22</sup> Note-se que não é incomum que os próprios consultores do Governo, nestas circunstancias, para que as decisões governamentais sejam respeitadas sem por em risco a atratividade do projeto, desenvolveram, por exemplo, entre outros artifícios para tanto, formas de aumentar os custos de investimento/operacionais na modelagem, de maneira que esses custos mais altos compensem a diferença entre as taxas de rentabilidade de mercado e aquelas declaradas pelo Governo.

Parece-me, contudo, mais controversa a relação entre a figura jurídica da “onerossidade excessiva”, prevista no artigo 478 a 480, do Código Civil, e a circunstância descrita acima.<sup>23</sup>

Como exemplo, imagine-se a existência de contrato de concessão que fixa taxa contratual para diluição no tempo da compensação financeira por riscos de uma parte, mas cujos eventos graves afetem à outra. Suponha-se que essa taxa é menor do que a taxa de rentabilidade de referencia fixada pelo concessionário por ocasião da sua proposta (como é comum acontecer recentemente nos projetos do Governo Federal). Imagine-se, agora, que por circunstâncias fora do controle das partes, ao longo do

---

<sup>23</sup> Um tema que tenho visto ser discutido no âmbito do Poder Público é a possibilidade de uso do instituto da onerosidade excessiva para reduzir a rentabilidade de contratos de concessão assinados vários anos atrás pelo fato da sua rentabilidade parecer excessivamente alta em vista das condições macroeconômicas atuais.

O meu entendimento é que não é viável usar o instituto da onerosidade excessiva nesse caso. Note-se que (a) a rentabilidade de uma concessão é algo que não se sabe qual será até o dia que se extingue o contrato, portanto, não me parece fazer sentido buscar mudar a rentabilidade real do concessionário, ideia de alterar o contrato por onerosidade excessiva com base na comparação entre a rentabilidade estimada originalmente para o contrato e a rentabilidade estimada em vista das condições atuais macroeconômicas do país não me parece fazer sentido; (b) a rentabilidade de referencia do Plano de Negócios, se a regulação do contrato for feita adequadamente, nada tem a ver com a rentabilidade real efetiva do concessionário, que depende fundamentalmente da sua eficiência na gestão dos riscos que o contrato lhe atribuí; (c) por fim, o concessionário, ao tomar a decisão de investimento no projeto, o faz por 25-30 anos, e ele não tem opção de simplesmente deixar o investimento, retirar os seus recursos e investir em outro projeto. Ele fica “trancado dentro” do projeto até a extinção do contrato. Nesse contexto, qualquer mudança de regras sobre sua remuneração afeta substancialmente a lógica da decisão de investimentos e a própria idoneidade do processo licitatório e da celebração do contrato; (d) a taxa de rentabilidade estimada no plano de negócios originário considerou esse “tracamento do concessionário no investimento” por 25-30 anos considerando as outras opções de investimento com perfil semelhante no momento em que a decisão de investimento foi tomada, e com base em processo licitatório que em tese avaliou quem precificou mais baixo esse custo “estar trancado dentro do investimento”. Uma mudança do contrato por onerosidade excessiva simplesmente desvirtuaria essa tomada de decisão e reduziria a rentabilidade do concessionário que não teve e não teria a opção de tirar os recursos desse investimento para realizar outros caso esse investimento não fosse rentável.

Portanto, rever contratos em curso por onerosidade excessiva por conta das taxas de rentabilidade previstas nas estimativas dos seus planos de negócios é algo que não faz sentido para mim.

Vale lembrar por fim, que apesar dessa ideia parecer sedutora ao Poder Público nesse momento, imagine-se que a situação macroeconômica do país tivesse piorado ao longo de todos esses anos de contrato, o Poder Concedente admitiria revisão dos contratos em favor do concessionário por isso? Observe-se que não me parece que estamos muito longe de testemunhar piora dos fundamentos macroeconômicos do país. Se isso ocorrer, será dado aos concessionários revisarem os contratos a seu favor?

Tecnicamente, me parece que se admitir a alegação de onerosidade excessiva dos contratos pelo fato da taxa de rentabilidade estimada dos planos de negócio serem excessivamente altas à vista das condições macroeconômicas atuais do país seria quebrar a própria lógica desses contratos e abrir a porta para revisões de parte a parte que no fundo desconsideram a própria distribuição de riscos contratual.

O aumento da aleatoriedade dos contratos e perda da credibilidade da distribuição de riscos contratual, no médio prazo, resultarão em custos maiores para os usuários e para o próprio poder público, porque ou serão atraídos para esses contratos apenas os “apostadores aventureiros” (caso em que os contratos só eventualmente serão cumpridos, particularmente em relação às obrigações de investimento) ou serão atraídos os participantes sérios, mas com remuneração do seu capital muito mais alto em vista das inseguranças decorrentes da aleatoriedade dos contratos.

contrato de concessão, se materializem diversos eventos que são risco do Poder Concedente, mas que afetem diretamente o concessionário.

Como descrito acima, a cada vez que o Poder Concedente diluir no tempo a compensação ao concessionário pela ocorrência desses eventos, ele reduzirá a rentabilidade do projeto para o concessionário, em comparação com a rentabilidade de referencia estipulada pelo concessionário quando entrou no negócio.

Nesse contexto – se a discussão do enriquecimento sem causa parece pouco promissora, pois se trata de enriquecimento com base em contrato celebrado e, portanto, produto da manifestação de vontade das partes – parece-me, por outro lado, que a situação acima descrita, a depender das consequências econômico-financeiras para o concessionário, pode ser enquadrada na categoria jurídica de onerosidade excessiva, prevista no arts. 478 a 480, do Código Civil, o que daria a possibilidade da parte afetada (que, em regra, será o concessionário) requerer a resolução do contrato ou a sua alteração.

#### **4.3.1. DILUIÇÃO NO TEMPO DE VALOR CERTO (NÃO DEPENDENTE DO DESEMPENHO DO CONCESSIONÁRIO) VS. DILUIÇÃO DE VALOR DEPENDENTE DE DESEMPENHO DO CONCESSIONÁRIO**

Tem sido comum discutir-se em processos de recomposição de equilíbrio econômico-financeiro de projetos de concessão ou PPP se faria sentido estabelecer taxas diferentes para diluição no tempo:

- a) de receitas futuras dependentes do desempenho do concessionário – por exemplo, quando a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro se dá por aumento de prazo do contrato;
- b) de receitas futuras que não dependem do desempenho do concessionário – nesse caso o valor a ser recebido pelo concessionário já está definido, o seu pagamento, contudo, é diluído em parcelas, por exemplo, no caso em que o Poder Concedente, em uma PPP, resolve reequilibrar o contrato por meio do pagamento em 5 parcelas anuais de um valor reconhecidamente devido ao concessionário.

A ideia que se tem trazido à discussão é que, no caso da recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por meio de pagamentos futuros não dependentes do desempenho do concessionário, a taxa para diluição do pagamento no tempo deveria ser menor que a taxa contratual que reflete a rentabilidade do contrato (e, portanto, o risco de desempenho do concessionário).

Essa discussão como várias outras em torno do equilíbrio econômico-financeiro de contratos aparece em situações em que os contratos de concessão são omissos ou pouco claros sobre a exata metodologia a ser empregada para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro.

Na minha opinião, na situação descrita acima, não faz sentido a distinção entre a hipótese em que há risco de desempenho e a hipótese em que não há risco de desempenho do concessionário para efeito de definição de taxas diversas para diluição no tempo do pagamento.

Todas as vezes que o Poder Concedente empurrar para o futuro o pagamento ao concessionário de alguma compensação, ele estará reduzindo a rentabilidade do concessionário; ele estará retendo capital do concessionário relacionado ao projeto, sem dar-lhe a remuneração equivalente à rentabilidade que o concessionário estimou obter no projeto. Por isso, para que o concessionário seja compensado adequadamente – isto é para que ele não perca rentabilidade em virtude de riscos que são do Poder Concedente – todas as vezes que houver atraso na percepção de valores devidos ao concessionário, ele deverá ser compensado com remuneração equivalente à rentabilidade estimada em vista dos riscos do projeto, conforme os critérios previstos no contrato de concessão ou PPP (taxa prevista no PN, ou taxa estimada nos estudos de viabilidade elaborados originariamente pelo Poder Concedente etc.).

O argumento contrário é que, quando o valor da compensação financeira se tornar certo, mas apenas o seu pagamento for diluído no tempo – como no exemplo já citado acima, no qual o Poder Concedente resolve em uma PPP pagar a compensação sob a forma de contraprestação pública fixa, diluída em várias prestações anuais - o concessionário não estaria em tese correndo o risco do projeto, o risco de desempenhar bem ou mal na execução de obrigações contratuais relativas ao projeto. Tratar-se-ia de um pagamento certo, só que diluído no tempo. Os defensores desse argumento geralmente creem que a taxa para diluição no tempo desse valor deve ser menor que a rentabilidade do projeto para o concessionário, uma vez que, nesse caso, o único risco que o concessionário estaria correndo é o de não pagamento, e não propriamente todos os riscos do projeto.

Contra esse argumento, basta dizer que, ao reter o valor devido ao concessionário sem remunerá-lo pela rentabilidade contratualmente estabelecida (supondo-se que essa rentabilidade seja igual à rentabilidade estimada do concessionário), o Poder Concedente estará a reduzir a rentabilidade geral do projeto para o concessionário. E isso me parece suficiente para afastar a posição que gostaria de remunerar nesses casos o capital do concessionário por uma taxa menor que aquela estipulada para o projeto como um todo, simplesmente porque nesse caso o concessionário não estaria correndo risco de desempenho.

Note-se que o raciocínio que supõe que a remuneração dos recursos deve ser menor que a taxa de rentabilidade contratual em caso de retenção para pagamento a prazo de valores certos de compensação financeira para recomposição de equilíbrio econômico-financeiro de contrato parece equiparar o investimento voluntário do concessionário com a retenção compulsória realizada pelo Poder Concedente porque não quer pagar à vista ao concessionário. Se o concessionário resolvesse investir os seus recursos em uma aplicação qualquer, com o nível de risco da retenção de valores para pagamento a prazo pelo Poder Concedente, ele possivelmente poderia concordar com remuneração mais baixa que a rentabilidade contratual, mas não é isso que está ocorrendo nesse caso: a retenção da sua compensação por riscos do Poder Concedente é feita compulsoriamente (da perspectiva do concessionário) e, na medida em que essa retenção se realiza, a sua rentabilidade no projeto cai.

Portanto, na minha opinião, qualquer diluição no tempo da recomposição da situação do concessionário anterior a ocorrência do evento que é risco do Poder Concedente deve ser feita seguindo a taxa de rentabilidade do projeto contratualmente estabelecida (supondo que ela reflete o risco de investimento e operação do projeto como um todo). Isso porque a utilização de qualquer outra taxa menor que essa levaria a perda da rentabilidade do projeto para o concessionário pela ocorrência de evento que o contrato estabeleceu que é risco do Poder Concedente.

## **5. LIMITES NO USO DO FLUXO DE CAIXA MARGINAL**

A partir das licitações de concessões de aeroportos, o Governo Federal passou a utilizar em seus contratos de concessão de infraestruturas a metodologia do fluxo de caixa marginal em substituição ao PN para realização da recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por riscos que são atribuídos a uma das partes, mas cujos eventos gravosos afetem a outra parte.

A seguir, pretendo descrever rapidamente a metodologia do fluxo de caixa marginal, e mostrar que ela tem limites como substituto do PN para a compensação financeira por riscos que são de uma parte, mas cujos eventos gravosos afetem a outra parte.

### **5.1. DESCREVENDO A METODOLOGIA DO FLUXO DE CAIXA MARGINAL**

A metodologia do fluxo de caixa marginal foi desenvolvida para compensação de concessionários pela inclusão de novos investimentos no contrato.

A ideia fundamental dessa metodologia é privilegiar o contexto econômico do momento em que é tomada a decisão do novo investimento. Isso se opõe à ideia

tradicional de utilização das premissas financeiras do PN originário para reger as condições do novo investimento.

Note-se que o PN é elaborado antes da assinatura do contrato. Por isso, quando há a decisão de inclusão de um novo investimento, por exemplo, no décimo ou décimo-quinto ano do contrato de concessão ou PPP, é provável que já tenha havido mudança relevante nas condições macroeconômicas, financeiras e técnicas de execução do contrato, e, por isso, as premissas financeiras do PN muitas vezes são inadequadas para a modelagem de novo investimento.

A metodologia do fluxo de caixa marginal utiliza 2 instrumentos para privilegiar o contexto econômico do momento da inclusão do novo investimento no contrato:

- a) utiliza taxa de desconto, que pode ser obtida por uma fórmula pré-estipulada no contrato, e que deveria se basear em uma taxa de mercado, como, por exemplo, o CDI – a versão já citada incluída no contrato de concessão da rodovia BR 116/324 usou como referencia a TJLP;
- b) utiliza custos de mercado no dimensionamento dos custos operacionais e de investimentos para a modelagem do novo investimento, – isso se opõe a ambos (i) a utilização de sistemas de preços públicos como o SICRO II<sup>24</sup>, e (ii) à utilização das referencias originárias do PN;

Além disso, tem sido comum transferir, em relação aos novos investimentos o risco de demanda do concessionário para o Poder Público, isso por meio do ajuste periódico do modelo financeiro utilizado para os novos investimentos, nos processos de revisão do contrato, substituindo-se as estimativas de demanda constante do modelo financeiro pelo valor da demanda real – mantendo-se todas as outras variáveis e premissas do modelo.

## **5.2. LIMITAÇÕES DO EQUILÍBRIO POR FLUXO DE CAIXA MARGINAL PARA COMPENSAÇÃO DE RISCOS DE UMA PARTE, MAS CUJOS EVENTOS AFETEM À OUTRA PARTE**

Como mencionado acima, a metodologia do fluxo de caixa marginal, quando prevista adequadamente no contrato, fixa no contrato a taxa a ser usada para desconto do fluxo de caixa do novo investimento.

Quando o contrato estabelece que a metodologia do fluxo de caixa marginal será utilizada para diluir no tempo a compensação financeira pelos eventos que são risco de uma das partes, mas cuja ocorrência afete à outra, a taxa para desconto do fluxo do

---

<sup>24</sup> Em alguns contratos, contudo, a metodologia foi distorcida para utilizar sistemas de custos públicos ao invés de custos de mercado.

novo investimento passa a ser utilizada para diluição no tempo da mencionada compensação financeira.

Isso como já notamos implica em regra, na prática, em ter uma taxa contratual para diluição no tempo da compensação financeira de uma parte por riscos que são da outra parte menor que a taxa de rentabilidade esperada do concessionário.

Essa circunstancia, como já notamos acima:

- (a) reduz a credibilidade da própria distribuição de riscos contratual, por insuficiência do sistema estabelecido para compensação financeira por riscos de uma parte, mas cujos eventos gravosos afetem à outra parte – o concessionário receberá compensação financeira por ter sido atingido por eventos que são risco do Poder Concedente que, a rigor, não lhe coloca na situação anterior à ocorrência do evento gravoso. Em outras palavras, o concessionário terá as condições econômicas e financeiras do seu contrato atingidas por riscos que são atribuídos pelo contrato ao Poder Concedente;
- (b) cria risco relevante de ocorrência de situações caracterizáveis juridicamente como onerosidade excessiva do contrato para a parte atingida por riscos que o contrato atribui à outra parte.

Mas há um problema ainda mais grave que a metodologia do fluxo de caixa marginal não consegue equacionar. E acho que a melhor forma de explica-lo é a partir de um exemplo.

Imagine-se um projeto de concessão de rodovias, cujo contrato estabeleça ambos: (i) a obrigação do Poder Concedente de emitir o DUP - Decreto que declara de Utilidade Pública as áreas lindeiras à rodovia existente para efeito de desapropriação, em até 60 dias da assinatura do contrato; e (b) a obrigação também do Poder Concedente de obter a licença prévia para o projeto de duplicação dessa rodovia. Como processo de licenciamento prévio estava avançado na época da modelagem do contrato, o contrato de concessão estabeleceu prazo máximo de 120 dias para o Poder Concedente disponibilizar essa licença, contados da assinatura do contrato.

Imagine, além disso, que esse é um projeto que envolve investimentos relevantes nos primeiros anos, e, por essa razão, o vencedor da licitação, além de ter aportado montante relevante de recursos na sociedade de propósito específico, como condição da assinatura do contrato, obteve empréstimo-ponte e reservou recursos adicionais para os aportes que seriam necessários caso a obra tivesse início.

Agora, suponha que o Poder Concedente simplesmente não consegue obter nem o DUP nem licença prévia ambiental nos prazos estipulados no contrato.

Esse atraso implica em empurrar receitas e investimentos para o futuro, o que significa na prática perda de rentabilidade para o investidor, porque: (a) ele estará pagando taxa pela disponibilidade e não uso do recurso do empréstimo-ponte junto ao banco, (os bancos não assumem risco de atraso de projetos); (b) o investidor estará com recurso próprio disponível mas sem uso (ele não poderá fazer qualquer aplicação de mais longo prazo e risco mais alto, porque a qualquer momento o recurso precisará estar disponível, para o caso da obtenção das licença prévia e do DUP pelo Poder Concedente); (c) o adiamento do início da percepção das receitas do projeto também implica em perda de rentabilidade e isso geralmente não é compensado pelo simples atraso das obrigações de investimento. Enfim, a não utilização dos recursos voltados para o projeto ao tempo e hora leva a perda de rentabilidade do investidor, perda essa que é diretamente proporcional ao atraso.

Nesse contexto, será necessário recompor o equilíbrio econômico-financeiro do contrato, para que o concessionário não sofra as consequências gravosas de risco atribuído ao Poder Concedente.

Mas – em um contrato de concessão em que o PN não é levado ao conhecimento do Poder Concedente e o sistema de reequilíbrio é por fluxo de caixa marginal – a questão central é: como fazer o reequilíbrio nesse caso?

Como estabelecer o valor dos custos esperados do concessionário e o valor das suas receitas se não há PN, nem qualquer outra referencia para isso? Como, enfim, prever os efeitos financeiros sobre a concessionária ou sobre o seu investidor do adiamento que é risco do Poder Concedente?

O grande problema neste caso é que a concessionária não tem ainda um fluxo de caixa, ela não tem qualquer receita, e os custos que ela teve são apenas os iniciais relativos à montagem da empresa, contratação de pessoas, eventualmente a contratação dos projetos das obras etc.. Então, não há (a) nem custos estimados no PN nos quais as Partes poderiam se basear, (b) nem referencias de custos reais (decorrentes dos investimentos e operação da própria concessionária).

Aliás, nessa situação, a única referencia disponível para se projetar o fluxo de caixa do projeto são os estudos de viabilidade do projeto elaborados pelos consultores do Poder Concedente. Para evitar, contudo, que esses estudos sejam utilizados para gerar responsabilidade para o Poder Concedente por erros, equívocos nas suas projeções, o contrato de concessão ou PPP nesse exemplo hipotético que estamos descrevendo estabelece claramente que esses estudos são referenciais e não vinculam nem o concessionário, nem o Poder Público.



Se houvesse PN, seria relativamente simples definir-se a compensação ao concessionário pelo atraso. Bastaria prever o atraso no PN, incluir como custo adicional as penalidades pagas pelo concessionário a terceiros por consequência desse atraso (por exemplo, a taxa pela disponibilidade dos recursos do empréstimo-ponte), e verificar como o Poder Concedente iria compensar o concessionário mantendo-se a mesma meta de rentabilidade prevista no PN – poderia ser por aumento da tarifa, aumento do prazo de contrato, atraso ou supressão de investimentos etc., sempre mantendo como meta a rentabilidade do projeto para o concessionário.

Mas sem o PN – e considerando que a metodologia do fluxo de caixa marginal simplesmente é um instrumento inapto a dar solução a esse problema – a indispensável compensação do Poder Concedente ao concessionário pelo atraso vai virar um processo de **pura negociação**.

Portanto, nesse caso, o esforço de afastar e de não utilizar a qualquer custo o PN – e a extensão tecnicamente inconsistente da metodologia do fluxo de caixa marginal para compensação de riscos que são de uma parte, mas cujos eventos gravosos atinge a outra parte – transformará o processo de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro em pura negociação. E a minha pergunta é: será que isso protege, será que isso tutela os interesses do Poder Concedente? Será que isso protege os interesses do usuário e do Poder Público? A minha percepção é que não.

E o pior é que isso mais cedo ou mais tarde vai levar as questões à arbitragem ou ao Judiciário, pois, mesmo que os agentes públicos envolvidos na regulação e fiscalização dos contratos entendam que uma situação – como a descrita no exemplo acima – demande a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro do contrato, a falta de critérios para realizar a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro do contrato (por da previsão contratual de metodologia do fluxo de caixa marginal, que simplesmente não é adequada para isso) vai criar uma situação extremamente desconfortável para que esses agentes públicos aprovelem a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro, particularmente em situação como a atual em que os órgãos de controle da Administração Pública certamente vão questionar qualquer critério que venha a ser usado para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro do contrato, em uma situação que estará sujeita à mera negociação.

O resultado disso é que, para evitar conflitos ou problemas com os órgãos de controle, os agentes públicos vão simplesmente se negar a fazer a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro na via administrativa, e isso vai levar a solução da questão para a arbitragem ou para o Judiciário, o que aumentará os prejuízos e incertezas para todas as partes, e, certamente, resultará mais cedo ou mais tarde, direta ou indiretamente, em aumento do custo total do serviço para o usuário.

### 5.3. LIMITAÇÕES DA METODOLOGIA DO FLUXO DE CAIXA MARGINAL PARA NOVOS INVESTIMENTOS

Já defendi várias vezes no passado e continuo achando que a metodologia do fluxo de caixa marginal é um excelente instrumento para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro por novos investimentos.

Há, entretanto, algumas limitações que tenho percebido, seja pela evolução da minha reflexão sobre o tema, seja por deficiências que o próprio uso prático da metodologia tem demonstrado.

A primeira decorre do fato da metodologia do fluxo de caixa marginal estabelecer uma taxa contratual para desconto dos fluxos para novos investimentos.

Como já notamos acima, a própria estipulação de uma taxa contratual cria o risco de que essa taxa seja maior ou menor que a rentabilidade estimada pelo concessionário em relação ao projeto. Nos projetos do Governo Federal, em regra a taxa contratual é menor do que rentabilidade estimada do concessionário. Nesse contexto, cada vez que se insere um novo investimento no contrato, haverá uma queda da rentabilidade geral do projeto para o concessionário. E, quanto maior for o novo investimento a ser inserido, maior será a queda da rentabilidade para o concessionário.

Daí que acho razoável que o contrato preveja:

- (a) ou limites à inclusão de novos investimentos no contrato de concessão, por exemplo, limite como percentual do valor estimado do contrato – o contrato poderia estabelecer que investimentos maiores que esse limite seriam objeto de negociação da taxa de desconto entre as partes, ou o Poder Concedente seria obrigado a fazer nova licitação para o projeto ou custear o novo investimento por meio de outros contratos;
- (b) ou a possibilidade do concessionário se negar a realizar o novo investimento, caso em que as Partes poderiam acordar fazer o novo investimento em condições negociadas, ou o Poder Concedente poderia realizá-lo por meio de contrato de obra pública. A rigor o meu entendimento sobre esse tema, já expressado em outro artigo sobre esse tema<sup>25</sup>, é que, a não ser que o contrato preveja expressamente a obrigação do concessionário realizar o novo investimento (caso em que sequer se poderia dizer que a rigor é “novo

---

<sup>25</sup> Vide o artigo Mauricio Portugal Ribeiro & Lucas Navarro Prado, *Alteração de contratos de concessão e PPP por interesse da administração pública: problemas econômicos, limites teóricos e dificuldades reais*, atualmente no prelo para publicação no n. 2 da revista luso-brasileira RCP – Revista de Contratos Públicos, Editora Forum, Belo Horizonte. O artigo foi publicado antes disso em versão preliminar para comentários da comunidade acadêmica entre 02/06/2012 e 04/01/2013 no seguinte website: <http://www.slideshare.net/portugalribeiro/alterao-de-contratos-de-concesso-e-ppp-por-interesse-da-administracao-pblica-problemas-economicos-limites-tericos-e-dificuldades-reais>.

investimento”), o concessionário não tem obrigação de aceitar a inclusão de novo investimento no contrato. Isso porque não se aplica automaticamente aos contratos de concessão e PPP o §1º, do art. 65, da Lei 8.666/93, que estabelece obrigação do contratado da Administração Pública aceitar alterações quantitativas no contrato dentro dos limites que estabelece.

O regramento sobre a possibilidade do concessionário se negar a realizar o novo investimento enfrenta uma série de desafios, entre eles o desenvolvimento das normas contratuais para lidar com as interfaces entre o contrato de concessão e os contratos eventualmente celebrados pelo Poder Concedente, caso ele decida realizar, por outros meios, investimento que o concessionário se negue a realizar.<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> Nessa situação, será comum haver a ameaça velada do Poder Público de encampar o projeto. Por isso, o concessionário terá pouco incentivo para não realizar o novo investimento. Na verdade, o poder que o contrato lhe der para resistir será utilizado na negociação para obtenção de uma rentabilidade maior que a desejada pelo Poder Concedente nesse novo investimento.