

O EQUILÍBRIO ECONÔMICO-FINANCEIRO DOS CONTRATOS DE PARCERIA E AS METODOLOGIAS PARA A SUA RECOMPOSIÇÃO

Iago Oliveira Ferreira¹

SUMÁRIO: 1. Notas sobre o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de parceria; 2. O sistema de reequilíbrio econômico-financeiro e sua implementação: metodologias para a apuração do desequilíbrio contratual e dos valores necessários para a sua neutralização; 3. Conclusões; Referências bibliográficas.

RESUMO: Este artigo analisa o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de parceria (concessões e parcerias público-privadas), abordando questões jurídico-econômicas relevantes acerca do seu regime. Em primeiro plano, destrincha-se conceitualmente o que se identifica por equilíbrio econômico-financeiro dos contratos, ressaltando-se a sua relação com a proteção à rentabilidade legitimamente esperada do projeto, à luz dos encargos e riscos assumidos pelo concessionário. Sequencialmente, explica-se como a sua tutela se dá pelo sistema de reequilíbrio econômico-financeiro, que, assente sobre uma matriz de riscos contratual, funciona como o seu braço operacional. Por fim, expõe-se as duas principais metodologias que são utilizadas para o reequilíbrio econômico-financeiro na prática brasileira, voltadas a apurar o impacto que decorre dos eventos de desequilíbrio e determinar os valores que devem embasar as compensações necessárias para neutralizá-los, identificadas pelas alcinhas de Fluxo de Caixa Original (FCO) e Fluxo de Caixa Marginal (FCM), detalhando os seus aspectos mais relevantes e principais diferenças.

Palavras-chave: Contratos de parceria; equilíbrio econômico-financeiro; metodologias de reequilíbrio; Fluxo de Caixa Original; Fluxo de Caixa Marginal.

1. NOTAS SOBRE O EQUILÍBRIO ECONÔMICO-FINANCEIRO DOS CONTRATOS DE PARCERIA

A descrição do escopo de contratos de parceria (concessões comuns e parcerias público-privadas) por meio das atividades fins do concessionário, como a construção, manutenção e operação de equipamentos e sistemas destinados à prestação de um serviço à população, apesar de intuitiva, é limitada. Isso porque, ao reduzir a

1 Procurador do Estado de São Paulo. Mestre em Economia pela Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV) em São Paulo.

figura contratual às obrigações jurídicas nela encartadas, não capta a essência da lógica econômico-financeira que define, de um lado, o significado do ajuste entre Poder Público e investidores privados e, de outro, a relação entre benefícios e ônus que caracteriza a equação contratual.

É que, malgrado usualmente se enxergue o concessionário como um construtor, fornecedor ou prestador de serviço, o principal papel por ele desempenhado é o de financiador do investimento em infraestrutura pública.

O parceiro privado age como investidor que viabiliza recursos ao interesse público e, em troca, guarda a expectativa de recuperá-los acrescidos de uma remuneração adequada ao final do prazo de concessão, seja mediante o recebimento de receitas tarifárias decorrentes da operação da infraestrutura construída, seja pela percepção das contraprestações públicas avençadas (no caso de concessões patrocinadas). Nesse sentido, é possível compará-lo a um credor de uma “dívida” firmada junto ao poder concedente, a ser amortizada ao longo do tempo através da exploração da infraestrutura pública implantada².

Um primeiro aspecto importante que se extrai dessa constatação é que, assim como os juros a serem recebidos por um financiador estão diretamente atrelados ao valor do empréstimo, a remuneração a ser percebida pelo privado ao longo do prazo da concessão é diretamente proporcional ao valor investido na infraestrutura (o “empréstimo” ao poder concedente)³. Isso pois, na fase de modelagem, busca-se

- 2 “O investidor desenvolve o papel de credor ao renunciar ativos líquidos, como capital próprio ou capacidade de alavancagem de recursos de terceiros (por meio de outros ativos de sua propriedade), para construir e adquirir bens para o poder concedente pela realização dos investimentos que integram o escopo da concessão, cuja remuneração só será percebida no longo prazo. [...] Ao realizar esses investimentos em ativos e bens cuja propriedade é pública, o valor se assemelha a uma ‘dívida’ do poder concedente e um crédito para o concessionário, remunerado pelo direito de exploração do serviço, com cobrança do usuário ou do poder concedente, ao longo do período de concessão”. GALÍPOLO, Gabriel Muricca; HENRIQUES, Ewerton de Souza. Rentabilidade e equilíbrio econômico-financeiro do contrato. In: MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). *Tratado do equilíbrio econômico-financeiro: contratos administrativos, concessões, parcerias público-privadas, taxa interna de retorno, prorrogação antecipada e relicitação*. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019, p. 458-459 (grifo nosso).
- 3 “A comparação mais didática é com operações de crédito cotidianas, como o financiamento de um imóvel. O valor do financiamento não amortizado é incrementado por uma taxa de juros a cada unidade de tempo, de sorte que há em cada parcela um componente de pagamento dos juros e do valor principal captado. Descontado o valor de pagamento de juros de cada uma das parcelas, ao longo do tempo, teremos o valor inicial da dívida. Nesse sentido, o ganho do financiador é justamente o valor dos juros, pois descontando esse valor se obtém novamente o valor inicial do qual o credor já dispunha”.

compatibilizar a projeção de custos de investimento (*Capital Expenditure* ou CAPEX) à expectativa de resultado operacional da concessão e ao prazo de sua duração, de tal modo que os lucros esperados do investidor sejam suficientes para restituir e remunerar o capital aportado, ao longo do tempo em que empregado na concessão, a uma taxa de rentabilidade adequada.

Apesar de didática, a aproximação a uma operação de crédito possui suas limitações pois, diferentemente do que se dá com um empréstimo, o retorno projetado da concessão é incerto, dado que o fluxo de caixa que remunera o investimento concessionário está sujeito a uma diversidade de riscos não presentes em um investimento de renda fixa.

Assim, diferentemente do que ocorre em um contrato administrativo comum, a remuneração do concessionário não é previamente fixada, mas está, inclusive por imperativo legal, sujeita aos riscos do negócio⁴, riscos estes que repercutem não apenas na realização das receitas decorrentes da exploração da infraestrutura (ex: risco de demanda), mas também no dimensionamento dos custos para a sua implantação e operação (ex: risco cambial, risco de variação de preços de financiamento e insumos, risco de engenharia – *completion* –, riscos de operação etc.).

A incerteza é refletida na taxa de rentabilidade média exigida para a alocação de recursos privados nesses projetos, ou Taxa Mínima de Atratividade (TMA), que será superior à praticada em investimentos de renda fixa e tanto maior quanto sejam os riscos envolvidos no projeto.

HENRIQUES, Ewerton de Souza. Contabilização dos ativos em concessões e PPPs. *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*. Belo Horizonte, v. 19, n. 74, p. 53-71, 2021, p. 58.

4 Art. 2º, Lei federal nº 8.987/1995: “Para os fins do disposto nesta Lei, considera-se: [...] II – concessão de serviço público: a delegação de sua prestação, feita pelo poder concedente, mediante licitação, na modalidade concorrência ou diálogo competitivo, a pessoa jurídica ou consórcio de empresas que demonstre capacidade para seu desempenho, por sua conta e risco e por prazo determinado”. BRASIL. Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1995. No mesmo sentido, o Tribunal de Contas da União já teve oportunidade de consolidar que “não há como afastar por completo o risco associado a uma atividade econômica, muito menos quando se trata de uma concessão de serviços públicos, em que a assunção de riscos por parte do particular é uma premissa fundamental do negócio” (Acórdão 2611/2020, Plenário, § 34) BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Acórdão 2611/2020 - Plenário**. Acompanhamento do processo de relicitação da Rodovia BR-040/DF/GO/MG. Relatora: Ana Arraes. Brasília, DF: TCU, Sala das Sessões Ministro Luciano Brandão Alves de Souza, 30 set. 2020.

Para aferir esta taxa, utiliza-se como base comparativa a rentabilidade que poderia ser obtida pela aplicação do mesmo numerário em outros investimentos de risco semelhante, pois esta é a remuneração à qual o investidor renuncia ao alocar o seu capital no projeto e torná-lo indisponível para usos alternativos. A taxa mínima de atratividade reflete, assim, o que se conhece por custo de oportunidade do capital empregado na concessão⁵ – ou, simplesmente, custo de capital –, cujo cálculo pode ser obtido por diversos métodos estudados pelas finanças corporativas, dentre os quais o mais utilizado é o do Custo Médio Ponderado do Capital (CMCP ou WACC).

A análise dessas considerações sobre risco e retorno resulta na definição da Taxa Interna de Retorno (TIR) do projeto, a qual deve se aproximar ao custo de oportunidade do capital a ser alocado à concessão para torná-la atrativa, isto é, deve aproximar-se ao valor da liquidez renunciada pelo investidor⁶. É como sintetizam Gabriel Muricca Galípolo e Ewerton de Souza Henriques⁷:

Quando o privado realiza o investimento em uma concessão, este não configura um empréstimo do bem físico ao poder concedente, mas do valor monetário que se empenhou para sua constituição. A remuneração do concessionário corresponde ao valor da liquidez renunciada e seu custo de oportunidade. [...]. Os riscos presentes no projeto são precificados para definir o prêmio de risco que, juntamente com a TMA, deverão nortear a TIR necessária à participação do agente privado e o valor ofertado no certame licitatório. A análise risco/rentabilidade é indissociável

5 “Uma decisão de investimentos, como a decisão de operar uma rodovia sob concessão, pressupõe uma criteriosa análise de risco e retorno por parte do investidor potencial. Nesse sentido, ele deve comparar todas as alternativas de investimento sujeitas ao mesmo nível de risco, o que é pouco usual, ou definir uma taxa mínima de atratividade que incorpore os prêmios de risco necessários para remunerar corretamente a exposição do investidor, compensando o seu custo de oportunidade”. COVA, Carlos José Guimarães. *Manual de estruturação de concessões e parcerias público-privadas*. São Paulo: Cengage Learning, 2017, p. 102.

6 A rigor, a TIR do fluxo de caixa estimado para um projeto de investimento é a taxa de desconto que iguala, em determinado momento no tempo, o valor presente das entradas (recebimentos) com o valor das saídas (pagamentos) previstas de caixa, ou seja, que faz com que o Valor Presente Líquido (VPL) do fluxo seja zero. Para investimentos em geral, esta taxa não possui uma relação necessária de equivalência com o custo de oportunidade do capital aportado ao projeto, pois este pode oferecer ao investidor uma rentabilidade superior à sua taxa mínima de atratividade, rendendo-lhe lucros extraordinários (econômicos). Porém, no contexto de uma concessão, o projeto é modelado pelo Poder Público de modo a garantir o mínimo retorno necessário à atração do capital privado, buscando-se construir um fluxo de caixa cuja TIR seja igual, ou pelo menos próxima, ao custo de oportunidade do *mix* de capital previsto para o desenvolvimento do projeto – aferido pelo seu WACC –, o que faz com que todos esses conceitos – TIR, TMA e custo de oportunidade do capital – sejam, na prática, tratados como equivalentes.

7 GALÍPOLO, Gabriel Muricca; HENRIQUES, Ewerton de Souza. *Op. cit.*, p. 461 e 470.

do momento de decisão dos investimentos. A TIR, portanto, remunera o investidor pelos encargos e riscos assumidos no contrato, dado que sua oferta se pauta na avaliação das receitas necessárias para remunerar a renúncia à liquidez frente aos riscos do projeto.

Logo, do ponto de vista do privado, os contratos de concessão e PPP adquirem uma feição eminentemente financeira, no sentido de que a decisão de ingressar na relação contratual não difere substancialmente da decisão de investir em qualquer outro ativo de risco disponível no mercado financeiro. Isto é, baseia-se em uma análise de risco-retorno que visa avaliar se a rentabilidade esperada sobre o capital a ser investido para a execução do projeto, expressa por sua TIR, remunera adequadamente os riscos assumidos pelo investidor, igualando ou superando o seu custo de oportunidade⁸.

Disso decorre que, ao tomar a decisão de investir na concessão, o parceiro privado forma a legítima expectativa de não ver a rentabilidade prevista afetada por eventos que não tenham sido alocados à sua esfera de responsabilidade, expectativa essa que é devidamente tutelada pelo ordenamento jurídico sob o conceito de equilíbrio contratual.

Assim, o que se tutela como equilíbrio econômico-financeiro do contrato é a expectativa de rentabilidade considerada à luz dos encargos de investimento e dos riscos assumidos pelo concessionário, ou seja, a relação entre risco e retorno que decorre da matriz de riscos contratual e da projeção de fluxo de caixa constante da modelagem econômico-financeira.

8 “O contrato de concessão, mais que um típico contrato público de obra segundo uma determinada modalidade, se caracteriza por ser um negócio financeiro. O colaborador da Administração na provisão de bens públicos destina recursos próprios (*equity*) ou por ele gestados (dívida) à construção da obra e à sua exploração. O Estado se obriga a executar as prestações que permitem ao privado recuperar seu investimento (cessão de pedágio, por exemplo). A vantagem econômica que o concessionário persegue com a celebração deste contrato não surge do preço pactuado, como no contrato de obra, mas sim do rendimento dos recursos investidos para cumprir o objeto contratual”. PEÑA, Santiago Fajardo. Las concesiones de infraestructura como negocios financieros: el valor jurídico de los modelos financieros preparados para su celebración. *Revista Digital de Derecho Administrativo*, Bogotá, n. 22, p. 61-96, 2019, p. 62-63 (tradução nossa). Disponível em: <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/Deradm/article/view/6035>. Acesso em: 21 dez. 2021.

2. O SISTEMA DE REEQUILÍBRIO ECONÔMICO-FINANCEIRO E SUA IMPLEMENTAÇÃO: METODOLOGIAS PARA A APURAÇÃO DO DESEQUILÍBRIO CONTRATUAL E DOS VALORES NECESSÁRIOS PARA A SUA NEUTRALIZAÇÃO

À luz do contexto exposto acima, o sistema de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro é o sistema de compensações de parte a parte que opera quando da ocorrência de eventos de responsabilidade de uma parte que afetam, do ponto de vista econômico ou financeiro, a outra. Como sintetiza Maurício Portugal Ribeiro⁹:

O conceito de equilíbrio econômico-financeiro de contratos presta-se a operacionalizar compensações de uma a outra parte do contrato na ocorrência de eventos que (i) configuram risco atribuído a uma parte do contrato, mas que (ii) impactem de uma perspectiva econômica e/ou financeira a outra parte.

Logo, a ideia é que, por meio desse sistema de compensações, assegure-se que eventos alheios à matriz de riscos assumidos pelo contratado não tenham o condão de obstar o seu direito a perseguir a rentabilidade esperada por meio do negócio, preservando a equação econômico-financeira do contrato por meio da neutralização dos efeitos causados pelos eventos em questão. É o que assenta a doutrina advogada por Gabriel Galípolo e Ewerton Henriques¹⁰:

Do ponto de vista econômico e financeiro, o conceito de equilíbrio se associa ao direito do investidor de perseguir a rentabilidade esperada quando da decisão de empenhar seus recursos no projeto, com a garantia de compensação em casos de desvios provocados por fatores não alocados sob sua gestão e risco.

Para ilustrar com um exemplo prático, pode-se citar o caso de um contrato de concessão de uma linha metroviária em que parte das obras permanece, por previsão contratual, a cargo do Estado, e o atraso na sua entrega impede o início da operação plena do objeto da concessão, gerando frustração de receitas à concessionária¹¹.

9 RIBEIRO, Maurício Portugal. O que todo profissional de infraestrutura precisa saber sobre equilíbrio econômico-financeiro de concessões e PPPs (mas os nossos juristas ainda não sabem). In: MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). *Tratado do equilíbrio econômico-financeiro: contratos administrativos, concessões, parcerias público-privadas, taxa interna de retorno, prorrogação antecipada e relicitação*. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019, p. 538.

10 GALÍPOLO, Gabriel Muricca; HENRIQUES, Ewerton de Souza. *Op. cit.*, p. 470.

11 O exemplo se espelha em um caso concreto ocorrido no contrato de concessão patrocinada da Linha 4-Amarela do Metrô de São Paulo, em que houve a prorrogação do início da Fase II da operação da linha metroviária, motivado pelo atraso, pelo Estado de São Paulo, na entrega de obras civis pertinentes às estações a serem operadas, gerando perda de receita à concessionária. Ao final, o desequilíbrio correspondente foi equacionado, juntamente com outros passivos contratuais, no âmbito do 6º Termo Aditivo

Nesse caso, por se tratar de risco alheio à sua esfera de responsabilidade, é preciso que se apure e compense o efeito econômico-financeiro suportado pela contratada, buscando neutralizar o impacto adverso ocasionado pelo evento de desequilíbrio.

De forma específica, o efeito econômico-financeiro gerado pelo evento é apurado pelo seu impacto no fluxo de caixa projetado para a concessão, tendo a compensação o objetivo de neutralizar este impacto, reestabelecendo este fluxo de caixa e preservando os ganhos inicialmente esperados¹².

Importante ressaltar que, a rigor, o reequilíbrio opera tanto em face de impactos negativos como positivos no fluxo de caixa do concessionário, desde que estejam referidos a eventos alheios à sua matriz de riscos, deflagrando o mecanismo de compensações em ambos os casos¹³. Um exemplo usual de reequilíbrio em favor do Poder Concedente decorrente de impacto positivo no fluxo de caixa do concessionário se dá quando há supressão de investimentos previstos para a concessão. Nas concessões rodoviárias federais, esse evento dá ensejo à aplicação do Desconto de Reequilíbrio – Fator D na tarifa de pedágio cobrada pelo concessionário, que compensa, pela diminuição de suas receitas, o menor custo incorrido com as obrigações de investimento¹⁴.

Quando a compensação é promovida logo em seguida ao impacto, não há maiores dificuldades em calculá-la: o Poder Concedente deverá realizar um pagamento ao concessionário no exato montante do custo adicional ou receita frustrada que tenha incorrido como resultado do evento de desequilíbrio.

ao Contrato de Concessão, que pode ser consultado no seguinte endereço eletrônico: <https://www.parceriaseminvestimentos.sp.gov.br/projeto-qualificado/linha-4-amarela/>. Acesso em 27 ago. 2024.

12 “Isto é: o poder concedente deverá colocar o concessionário na mesma situação em que se encontrava antes do rompimento do equilíbrio contratual. Tal significa que o fluxo de caixa do projeto deverá ser integralmente restabelecido, neutralizando os custos e investimentos que não de ser necessários para fazer frente à materialização dos riscos”. GUIMARÃES, Fernando Vernalha. O equilíbrio econômico-financeiro nas concessões e PPPs: formação e metodologias para recomposição. In: RIBEIRO, Maurício Portugal. O que todo profissional de infraestrutura precisa saber sobre equilíbrio econômico-financeiro de concessões e PPPs (mas os nossos juristas ainda não sabem). In: MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). **Tratado do equilíbrio econômico-financeiro: contratos administrativos, concessões, parcerias público-privadas, taxa interna de retorno, prorrogação antecipada e relicitação**. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019, p. 110.

13 RIBEIRO, Maurício Portugal. *Op. cit.*, p. 538.

14 Cf., nesse sentido, Anexo 5 do Contrato de Concessão do Sistema Rodoviário BR-153/414/080/TO/GO. BRASIL. AGÊNCIA NACIONAL DE TRANSPORTES E TERRESTRES. **Contrato de Concessão do Sistema Rodoviário BR-153/414/080/TO/GO**. Edital N° 01/2021. BR-153/414/080/TO/GO, no trecho da BR-153/TO/GO, de 624,1 km, entre o entroncamento com a TO-070 (Aliança do Tocantins) até o entroncamento com a BR-060 (Anápolis)... Brasília, DF: ANTT, 2021.

No entanto, quando não há identidade temporal entre o impacto no fluxo e a compensação destinada a neutralizá-lo, é preciso considerar as diferenças do valor do dinheiro no tempo, sob pena de o fluxo de caixa originalmente previsto para a concessão não ser devidamente recomposto.

Nesse caso, descortinam-se dois métodos principais para a operacionalização do reequilíbrio, que pode se dar via utilização do Fluxo de Caixa Original (FCO) ou pela criação de um Fluxo de Caixa Marginal (FCM) decorrente exclusivamente do evento de desequilíbrio.

O método que toma por base o Fluxo de Caixa Original (FCO) é o mais direto e intuitivo: computando-se a alteração promovida no fluxo de caixa da concessão em virtude do evento de desequilíbrio, calcula-se o valor de compensação que, considerando o ano do seu ingresso, preserva a Taxa Interna de Retorno (TIR) do fluxo enquanto parâmetro de equilíbrio contratual¹⁵ e, consequentemente, zera o seu Valor Presente Líquido (VPL)¹⁶.

15 Tal premissa de reequilíbrio é amplamente respaldada pela doutrina e pela prática em concessões brasileira. Para Sérgio Guerra: “Essa taxa, a Taxa Interna de Retorno – TIR, é a expectativa de lucro que o empresário terá na concessão caso todas as premissas apresentadas no estudo/modelagem sejam cumpridas, ou seja, se os custos e o faturamento decorrentes da concessão forem os previstos. A definição e a manutenção da TIR referem-se, portanto, à própria correlação entre as ‘condições do contrato’ e o seu ‘equilíbrio econômico-financeiro’”. GUERRA, Sérgio. Concessões de serviços públicos: aspectos relevantes sobre o equilíbrio econômico-financeiro e a taxa interna de retorno (TIR). In: MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). *Tratado do equilíbrio econômico-financeiro*: contratos administrativos, concessões, parcerias público-privadas, taxa interna de retorno, prorrogação antecipada e relicitação. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019, p. 554. No mesmo sentido, para Gabriel Galípolo e Ewerton Henriques (*Op. cit.*, p. 472): “Apesar de tratamentos distintos entre desequilíbrios que afetam as condições originais e aqueles em decorrência da realização de obras e serviços não acordados quando da pactuação do contrato, ambos se apoiam na rentabilidade como medida para o equilíbrio do contrato”. Já no âmbito institucional, o Anexo I da Resolução ANTT nº 5.850/2019, que regulamenta o reequilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão de rodovias, estipula ser a TIR “o parâmetro do equilíbrio econômico-financeiro utilizado nos contratos de concessão rodoviárias regulados pela ANTT”. BRASIL. AGÊNCIA NACIONAL DE TRANSPORTES TERRESTRES. **Resolução nº 5.850, de 16 de julho de 2019**. Estabelece os procedimentos a serem observados pela Agência Nacional de Transportes Terrestres - ANTT para o reequilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão de rodovias. Brasília, DF: ANTT, 2019.

16 O VPL nulo do fluxo de caixa da concessão decorre do fato de que, por premissa de modelagem, este fluxo é projetado para que a sua TIR iguale o custo de capital (WACC) estimado para a concessão. Isso implica reconhecer que a TIR será a taxa de desconto adequada para trazer a valor presente as entradas e saídas do fluxo do projeto e, por consequência da própria definição matemática da TIR, que o seu VPL é zero.

A referência a um único impacto econômico-financeiro e um pagamento único a título de compensação é utilizada para fins de simplificação, mas registra-se que o cenário pode ser bem mais complexo. De um lado, os impactos podem ser múltiplos ou se diluírem ao longo do tempo. De outro, há diversas formas de reequilibrar os contratos de concessão além do pagamento direto pelo Poder Concedente – tais como revisão tarifária, redução de investimentos ou extensão de prazo – que implicam compensações diluídas no tempo. Porém, apesar de a inserção dessas complexidades exigir o cômputo de diversas variações no FCO, para expressar os efeitos dos múltiplos eventos de desequilíbrio e das parcelas da compensação diluída no tempo, a essência do racional que orienta o ato de reequilíbrio – neutralizar o impacto sobre o fluxo de caixa da concessão – permanece a mesma.

De outro lado, pela metodologia do Fluxo de Caixa Marginal (FCM), gera-se um fluxo de caixa paralelo cujo objetivo é isolar o impacto do evento de desequilíbrio e neutralizá-lo em apartado, impedindo que afete o desempenho econômico-financeiro da concessão.

O método para promover a neutralização do impacto é o mesmo, porém dirigido apenas ao fluxo de caixa marginal: deve-se calcular o valor de compensação que, considerando o ano do seu ingresso, zera o VPL do fluxo. Aqui também são aplicáveis os vários meios de recomposição do equilíbrio econômico-financeiro, podendo a compensação se dar em um único momento ou de forma diluída temporalmente, desde que, descontados no tempo a uma taxa apropriada, a soma desses valores iguale o impacto econômico-financeiro suportado pelo concessionário em virtude do evento de desequilíbrio¹⁷.

Um importante diferencial deste método é a possibilidade de considerar os melhores dados disponíveis, tanto no que diz respeito à apuração do montante de desequilíbrio como em relação à taxa de desconto que reflete o custo de oportunidade da

17 Sobre a aplicação do método do FCM, Maurício Portugal Ribeiro comenta: “A sua utilização implica em – todas as vezes que se realizar evento cujo risco não seja do parceiro privado e que cause desequilíbrio no contrato – o Poder Concedente gerar um fluxo de caixa paralelo para o parceiro privado que compense o desvio criado pelo evento causador do desequilíbrio econômico-financeiro. Esse fluxo de caixa, que compensará o desvio, poderá ser criado por qualquer das formas lícitas de realizar a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro: aumento do prazo do contrato, aumento do valor da contraprestação pública, redução do pagamento pela outorga, pagamento a vista, aumento de tarifa ou redução de custos ou encargos do parceiro privado”. RIBEIRO, Maurício Portugal. **Concessões e PPPs: melhores práticas em licitações e contratos**. São Paulo: Atlas, 2011, p. 121-122.

liquidez frustrada ao concessionário. Assim, ao invés de se considerar as premissas que embasaram as projeções econômico-financeiras originais – relacionadas, por exemplo, a custos, demanda, WACC etc. –, estas são novamente estimadas considerando o cenário macroeconômico e setorial vigente no momento em que ocorreu o evento de desequilíbrio, na tentativa de aferir o real impacto de caixa por ele causado e neutralizá-lo da forma mais precisa possível.

Por fim, deve-se mencionar que as duas metodologias de reequilíbrio discutidas possuem prós e contras, não se podendo dizer que uma é superior à outra. Não por menos, ambas são adotadas em contratos de referência na prática de parcerias brasileiras.

Em grande síntese, o método do Fluxo de Caixa Original é mais simples, seguro e livre de controvérsias, tendo em vista que todos os dados a serem considerados já se encontram pré-estabelecidos nos documentos que compõem o fluxo de caixa da concessão para fins regulatórios. De outro lado, o método do Fluxo de Caixa Marginal atinge maior precisão no que diz respeito ao objetivo de neutralizar o impacto efetivamente criado pelo evento de desequilíbrio, ainda que à custa de uma maior complexidade e abertura a controvérsias quanto à estimação das premissas atualizadas a serem consideradas. Tudo isso deve ser devidamente ponderado no momento de se definir o método de reequilíbrio a ser incorporado no contrato de concessão ou PPP, o que depende, em grande medida, de uma escolha discricionária da equipe responsável pela modelagem econômico-financeira.

3. CONCLUSÕES

Ao longo deste artigo, buscou-se destrinchar conceitualmente o que se denomina correntemente como equilíbrio econômico-financeiro, tendo-se apontado que, no caso de contratos com as peculiaridades inerentes às concessões e parcerias público-privadas, de longo prazo e cercados de riscos inerentes a qualquer projeto de investimento, esse conceito remete à proteção da rentabilidade legitimamente esperada do projeto, à luz dos encargos e riscos assumidos pelo concessionário.

Colocou-se, em sequência, que essa tutela se dá pelo sistema de reequilíbrio econômico-financeiro, que, assente sobre uma matriz de riscos contratual, efetiva-a na prática mediante compensações de parte a parte diante da ocorrência de eventos que impactam a situação econômico-financeira de uma parte, mas decorrem de riscos assumidos pela outra, os chamados eventos de desequilíbrio.

Por fim, expôs-se as duas principais metodologias que são utilizadas, na prática brasileira, tanto para apurar o impacto econômico-financeiro que decorre dos eventos de desequilíbrio, como para determinar os valores que devem embasar as compensações necessárias para neutralizá-los. Nesse tocante, expôs-se como funcionam as metodologias do Fluxo de Caixa Original (FCO) e Fluxo de Caixa Marginal (FCM), que se diferenciam, na essência, no que tange à base informacional em que irão se apurar os cálculos mencionados, se nas projeções e taxa de retorno estimadas no início da concessão (FCO), ou se em premissas atualizadas sobre a situação do projeto no momento da ocorrência do desequilíbrio (FCM).

Espera-se, com isso, ter oferecido uma contribuição para trazer clareza às tortuosas discussões metodológicas envolvidas nos reequilíbrios de contratos de parceria, em que não raro surgem confusões ou incompreensões conceituais sobre as implicações de cada método eventualmente adotado em contrato, com grandes repercussões práticas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. AGÊNCIA NACIONAL DE TRANSPORTES TERRESTRES. **Resolução nº 5.850, de 16 de julho de 2019**. Estabelece os procedimentos a serem observados pela Agência Nacional de Transportes Terrestres - ANTT para o reequilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão de rodovias. Brasília, DF: ANTT, 2019.

BRASIL. AGÊNCIA NACIONAL DE TRANSPORTES TERRESTRES. **Contrato de Concessão do Sistema Rodoviário BR-153/414/080/TO/GO**. Edital N° 01/2021. BR-153/414/080/TO/GO, no trecho da BR-153/TO/GO, de 624,1 km, entre o entroncamento com a TO-/070 (Aliança do Tocantins) até o entroncamento com a BR-060 (Anápolis)... Brasília, DF: ANTT, 2021.

BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Acórdão 2611/2020 - Plenário**. Acompanhamento do processo de relicitação da Rodovia BR-040/DF/GO/MG. Relatora: Ana Arraes. Brasília, DF: TCU, Sala das Sessões Ministro Luciano Brandão Alves de Souza, 30 set. 2020. Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A2611%2520ANOACORDAO%253A2020%2520COLEGIADO%253A%2522Plen%25C3%25A1rio%2522/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0. Acesso em 27 jan. 2024.

BRASIL. **Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995**. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1995.

COVA, Carlos José Guimarães. **Manual de estruturação de concessões e parcerias público-privadas**. São Paulo: Cengage Learning, 2017.

HENRIQUES, Ewerton de Souza. Contabilização dos ativos em concessões e PPPs. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, v. 19, n. 74, p. 53-71, 2021.

GALÍPOLO, Gabriel Muricca; HENRIQUES, Ewerton de Souza. Rentabilidade e equilíbrio econômico-financeiro do contrato. In: MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). **Tratado do equilíbrio econômico-financeiro: contratos administrativos, concessões, parcerias público-privadas, taxa interna de retorno, prorrogação antecipada e relicitação**. 2 ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). **Tratado do equilíbrio econômico-financeiro: contratos administrativos, concessões, parcerias público-Privadas, taxa interna de retorno, prorrogação antecipada e relicitação**. 2 ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

PEÑA, Santiago Fajardo. Las concesiones de infraestructura como negocios financieros: el valor jurídico de los modelos financieros preparados para su celebración. **Revista Digital de Derecho Administrativo**, Bogotá, n. 22, p. 61-96, 2019. p. 62-63 (tradução nossa). Disponível em: <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/Deradm/article/view/6035>. Acesso em: 21 dez. 2021.

RIBEIRO, Maurício Portugal. O que todo profissional de infraestrutura precisa saber sobre equilíbrio econômico-financeiro de concessões e PPPs (mas os nossos juristas ainda não sabem). In: MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). **Tratado do equilíbrio econômico-financeiro: contratos administrativos, concessões, parcerias público-Privadas, taxa interna de retorno, prorrogação antecipada e relicitação**. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019.