EGON BOCKMANN MOREIRA

Coordenador

CONTRATOS ADMINISTRATIVOS, EQUILÍBRIO ECONÔMICO-FINANCEIRO E A TAXA INTERNA DE RETORNO

A LÓGICA DAS CONCESSÕES E PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS

Belo Horizonte

EDITORA Fórum

2016

© 2016 Editora Fórum Ltda.

É proibida a reprodução total ou parcial desta obra, por qualquer meio eletrônico, inclusive por processos xerográficos, sem autorização expressa do Editor.

Conselho Editorial

Adilson Abreu Dallari
Alécia Paolucci Nogueira Bicalho
Alexandre Coutinho Pagliarini
André Ramos Tavares
Carlos Ayres Britto
Carlos Mário da Silva Velloso
Cármen Lúcia Antunes Rocha
Cesar Augusto Guimarães Pereira
Clovis Beznos
Cristiana Fortini
Dinorá Adelaide Musetti Grotti
Diogo de Figueiredo Moreira Neto
Egon Bockmann Moreira
Emerson Gabardo
Fabrício Motta
Fernando Rossi
Flávio Henrique Unes Pereira
Floriano de Azevedo Marques Neto
Gustavo Justino de Oliveira
Inês Virgínia Prado Soares
Jorge Ulisses Jacoby Fernandes
Juarez Freitas
Luciano Ferraz
Lúcio Delfino
Marcia Carla Pereira Ribeiro
Márcio Cammarosano
Marcos Ehrhardt Jr.
Maria Sylvia Zanella Di Pietro
Ney José de Freitas
Oswaldo Othon de Pontes Saraiva Filho
Paulo Modesto
Romeu Felipe Bacellar Filho
Sérgio Guerra

EDITORA Fórum

Luís Cláudio Rodrigues Ferreira
Presidente e Editor

Coordenação editorial: Leonardo Eustáquio Siqueira Araújo

Av. Afonso Pena, 2770 – 15º andar – Savassi – CEP 30130-012
Belo Horizonte – Minas Gerais – Tel.: (31) 2121.4900 / 2121.4949
www.editoraforum.com.br – editoraforum@editoraforum.com.br

C764 Contratos administrativos, equilíbrio econômico-financeiro e a taxa interna de retorno: a lógica das concessões e parcerias público-privadas / Egon Bockmann Moreira (Coord.). – Belo Horizonte : Fórum, 2016.
507 p.

ISBN: 978-85-450-0168-3

1. Direito Administrativo. 2. Contratos administrativos. 3. Licitações. 4. Parcerias público-privadas. I. Moreira, Egon Bockmann. II. Título.

CDD 795.4152
2016-189 CDU 658.715

Informação bibliográfica deste livro, conforme a NBR 6023:2002 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT):

MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). *Contratos administrativos, equilíbrio econômico-financeiro e a taxa interna de retorno*: a lógica das concessões e parcerias público-privadas. Belo Horizonte: Fórum, 2016. 507 p. ISBN 978-85-450-0168-3.

CONTRATOS ADMINISTRATIVOS DE LONGO PRAZO, EQUILÍBRIO ECONÔMICO-FINANCEIRO E TAXA INTERNA DE RETORNO (TIR)

EGON BOCKMANN MOREIRA

RAFAELLA PEÇANHA GUZELA

Introdução

Os contratos administrativos de longo prazo – concessões comuns, permissões, parcerias público-privadas, autorizações negociais etc. – habitam nosso cotidiano desde o nascimento (hospitais) até a morte (cemitérios), passando pelas peripécias da vida comum (energia, telecomunicações, transportes, portos, aeroportos, segurança social, serviços administrativos etc.). Como negócios jurídico-administrativos que são, prestam-se a congregar o interesse público e o interesse privado (a prestação adequada do serviço conjugada com a legítima obtenção do lucro), com o escopo de gerar benefícios coletivos diferidos no tempo e de estabilizar no longo prazo as respectivas vantagens.

Tais interesses inter-relacionados, público e privado, mutuamente condicionantes, são harmonizados no instrumento contratual, transformando-se em direitos e obrigações que dão forma a uma *equação* conhecida por *equilíbrio econômico-financeiro*. Na medida em que é pautada objetivamente nas circunstâncias de fato e de direito existentes à época de sua celebração, bem como em exercícios de projeções futuras, a equação se estampa no contrato: é ele quem a revela e, assim, a garante. Onde está escrito *contrato administrativo de longo prazo*, lê-se também *respeito ao equilíbrio econômico-financeiro*.

Por sua vez, a execução dessa relação jurídica impressa no contrato não é inerte e tende a oscilar. As incertezas são naturais a contratos administrativos de longo prazo. A inconstância está no DNA desses pactos público-privados, de modo que a sua boa compreensão depende da aceitação das suas incertezas. Isso não só em razão das mutações empíricas que ocorrem no longo prazo, mas também devido às alterações unilaterais facultadas à Administração Pública. Ainda que este poder extraordinário seja importante para situações excepcionais, não é menos verdade que ele merece ser levado em conta nas respectivas projeções de cenários futuros.

Mas, quando o futuro se torna presente, a oscilação das expectativas verificadas (no mundo dos fatos) em relação àquelas projetadas (em cenário pretérito) pode culminar

na distorção das premissas utilizadas ao tempo da celebração do contrato. Por mais incrível que possa parecer, é usual que alguns dados percam consistência em razão do inesperado (sem qualquer intervenção unilateral). Pode, assim, o ponto harmônico previamente estabelecido desnaturar-se e o contrato não mais nivelar os interesses envolvidos do modo previsto. Essa ordem de eventos demanda a construção de uma *base objetiva* ao contrato, que não carregue excessiva e exclusivamente na capacidade de os seres humanos preverem o futuro, mas que dialogue com as situações incertas do porvir.

É justamente neste cenário, diante da imprevisibilidade e da instabilidade, que o equilíbrio econômico-financeiro do contrato ganha vulto. Ele se revela no fortuito, no impensado, naquilo que naturalmente o corrompe e que, por isso mesmo, exige imediata restauração (sob pena de se agravar e também distorcer as prestações contratuais). Porém, em que circunstâncias há efetivo desequilíbrio contratual? A partir de qual perspectiva de equilíbrio? Em havendo direito ao reequilíbrio, quais parâmetros devem ser observados para reestabelecer o equilíbrio?

Esse é o objetivo do presente trabalho – que busca, num primeiro momento, compreender a dinâmica das questões tendo como premissa fundamental a noção de equilíbrio econômico-financeiro aplicável a contratos de concessão comum (que pode ser estendida a outros pactos de longo prazo). Isso é imprescindível para a apreensão do que pode configurar o desequilíbrio, limitando hipóteses em que há direito ao reequilíbrio. Num segundo momento, pretende-se investigar a compreensão econômico-financeira de tal equilíbrio com base no estudo da Taxa Interna de Retorno (TIR), a fim de compreender de que forma tais racionalidades se entrelaçam. Por fim, perfaz-se análise crítica sobre o tema.

1 Equilíbrio, desequilíbrio e reequilíbrio

A concessão comum é uma forma descentralizada de prestação de serviço público, consubstanciada em negócio jurídico complexo (ato de outorga, regime estatutário, obrigações contratuais etc.), que se cristaliza através de um contrato administrativo. Neste, o Poder Público (concedente) transfere ao particular (concessionário) a gestão de determinado serviço público, mediante remuneração advinda do pagamento de tarifas pelos usuários.

Dialoga com tal perspectiva a presença de dois dos interesses que se entrelaçam no âmbito das concessões: por parte da Administração, o atendimento de necessidades coletivas com a prestação eficiente de serviços públicos por valores adequados, e, por parte do investidor, o lucro, através da remuneração, nas condições das cláusulas econômicas e financeiras, do capital por ele investido. O investimento será privado: o concessionário obriga-se a fazer aportes significativos para que possa auferir a receita futura. Para que se mostre viável, faz-se necessário um ponto de encontro harmônico entre tais interesses, um equilíbrio que só será verificado se houver, nos bônus e ônus advindos do contrato para cada qual das partes, uma "equivalência honesta"[1] projetada para o tempo futuro.

[1] Cf. TÁCITO, Caio. O equilíbrio econômico financeiro nas concessões de serviços públicos. In: *Temas de Direito Público (estudos e pareceres)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 202. A expressão remonta às clássicas decisões do Conselho de Estado Francês nos acórdãos "*Compagnie nouvelle du gaz de Deville-lès-Rouen*" (1902) e

Essa equivalência entre os direitos atribuídos às partes em contraste ao que lhes é exigido atua como elemento conector dos diferentes interesses que coexistem no contrato. Isso o torna atrativo para ambos os contratantes e, portanto, factível (o que justifica a proteção que reveste tal equivalência). Se tal perspectiva originalmente se limitava a abarcar alterações contratuais inseridas pela Administração e a refletir a lógica dos contratos de desembolso, é certo que esse campo de proteção foi alargado com a experiência factual.

A construção francesa acerca do tema, que traduz a necessidade de se proteger o núcleo econômico-financeiro do contrato, foi importada para o sistema legal brasileiro e vem ganhando traços específicos por sucessivos diplomas constitucionais.[2] Na atual Constituição, encontra amparo no artigo 37, inc. XXI. Tal garantia constitucional se irradia para a integralidade do sistema normativo, vinculando "toda a elaboração legislativa subsequente, a interpretação de textos legais e cláusulas contratuais, e a própria manifestação jurisdicional tendente à solução de conflitos relacionados à execução de contratos de concessão".[3] Por essa razão, serão inválidas quaisquer estipulações que desnaturem o direito à preservação do equilíbrio econômico-financeiro (inclusive as que queiram vinculá-lo à autorização legislativa ou contratual).

Ainda no que tange à previsão constitucional, expõe José Anacleto Abduch dos Santos que a "Lei Maior reconheceu que o contratado é um colaborador da Administração, sendo seu concurso imprescindível à realização do interesse público". Esse reconhecimento é de vital importância, pois "os interesses dos contratados devem ser tomados em consideração, sob pena de a Administração não encontrar interessados em com ela contratar".[4] O que se tem no contrato de concessão é uma *ação concertada*, em que a Administração não atua segundo o modelo clássico de ação autoritária, mas em concurso com o particular para a materialização de projetos de interesse público.[5]

"*Compagnie générale française des tramways*" (1910) – que, ao mesmo tempo que consolidaram a prerrogativa pública de alteração unilateral do contrato administrativo (e respectiva mutabilidade), "*pour assurer, dans l'intérêt du public, la marche normale du service*", asseguraram a intangibilidade das cláusulas financeiras, como contrapartida equivalente ao concessionário (disponível em: <http://www.conseil-etat.fr/Decisions-Avis-Publications/Decisions/Les-decisions-les-plus-importantes-du-Conseil-d-Etat/10-janvier-1902-Compagnie-nouvelle-du-gaz-de-Deville-les-Rouen>). Ampliar em VIDAL, Laurent. *L'équilibre financier du contrat dans la jurisprudence administrative*. Bruxelas: Bruylant, 2005. *passim*; DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Parcerias na administração pública*: concessão, permissão, franquia, terceirização, parceria público-privada e outras formas. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 100 ss.; e MAROLLA, Eugenia Cristina Cleto. *Concessões de serviço público*: a equação econômico-financeira dos contratos. São Paulo: Verbatim, 2011. p. 30 ss.

[2] Nesse sentido, Caio Tácito: "A Constituição de 1934 marca o critério da justa retribuição do capital como fator essencial a fim de permitir o atendimento normal das necessidades públicas de expansão e melhoramento dos serviços concedidos (art. 137). O comando reaparece aperfeiçoado na Constituição de 1937 que atribui à revisão das tarifas o papel de permitir que, no interesse coletivo, delas retire o capital uma retribuição justa e adequada ao atendimento regular da prestação dos serviços (art. 147). Distingue o texto constitucional a dupla função da tarifa: retribuir o capital investido e propiciar recursos para a expansão e melhoramento do serviço. Preceito equivalente se reproduz na Constituição de 1946 (art. 151) e alcança a plenitude na Constituição de 1967 e na reforma de 1969, que definem como finalidade das tarifas, ao lado da justa remuneração do capital e do financiamento, da expansão do serviço, a de assegurar o equilíbrio econômico e financeiro do contrato (art. 160, na Constituição de 1937, art. 167 na Emenda Constitucional nº 1, de 1969). A Constituição atual, mais sóbria, conserva, como finalidade da lei, a preservação do caráter especial dos contratos de concessão e destaca como de sua essência, a par dos direitos dos usuários, a adoção de política tarifária compatível com a prestação de serviço adequado (art. 175)" (Concessão de Energia Elétrica – tarifas – equilíbrio financeiro. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 203, p. 407/408, jan./mar. 1996).

[3] SANTOS, José Anacleto Abduch. *Contratos de concessão de serviços públicos*: equilíbrio econômico-financeiro. Curitiba: Juruá, 2010. p. 148.

[4] *Contratos de concessão de serviços públicos*: equilíbrio econômico-financeiro. Curitiba: Juruá, 2010. p. 137.

[5] Cf. NABAIS, José Casalta *Contratos fiscais*: reflexões acerca da sua admissibilidade. Coimbra: Coimbra Ed., 1994. p. 57.

Imunizam-se, assim, do poder extravagante da Administração as cláusulas de teor econômico e financeiro, de modo a possibilitar que eventuais alterações culminem na simultânea preservação do equilíbrio econômico-financeiro inicialmente preconizado. E tal perspectiva incorre em duas percepções: *a uma*, de que cláusulas regulamentares podem sofrer alteração sem ensejar desequilíbrio, desde que tal mudança respeite os preceitos estampados nas cláusulas econômicas e, *a duas*, de que, ainda que as cláusulas regulamentares integrem o contrato de concessão, são as econômicas que efetivamente lhe conferem segurança/estabilidade.

Assegurar o equilíbrio econômico-financeiro do contrato não significa tratar de vantagens do investidor (concessionário) em detrimento da Administração ou dos usuários, mas em imediato benefício do projeto concessionário. Há, assim, que se reconhecer o econômico-financeiro dos contratos enquanto garantia do interesse público, na medida em que não se restringe a proteger o investidor, mas o projeto concessionário em si e o feixe de relações que dele deriva.

1.1 O equilíbrio econômico-financeiro em contratos de longo prazo

O termo *equilíbrio* designa a manutenção de algo em sua posição normal, sem oscilações, de modo estável e harmônico. O seu desdobramento em *econômico-financeiro* lhe acrescenta dois elementos importantes, cada qual com significativa carga própria.

No âmbito das finanças – ou seja, do planejamento financeiro, de gestão de ativos e de captação de fundos –, o ponto de equilíbrio pode ser traduzido como aquele em que todas as despesas, inclusive juros, se igualam a todas as receitas. Em se tratando de contratos de concessão, trata-se do marco a partir do qual não há prejuízo, caracterizado pelo suficiente fluxo de recursos sem os quais não seria possível prover de modo adequado o serviço. Para as finanças, portanto, a ideia a ser firmada é a de *fluxo de recursos*.

Já no âmbito da economia – ciência que estuda fenômenos relacionados à obtenção e utilização dos recursos materiais necessários ao bem-estar, ou à administração de recursos (escassos) em vista de necessidades (ilimitadas) – ter-se-á equilíbrio quando o sistema não apresentar tendência de alteração das decisões tomadas pelos agentes envolvidos. Este equilíbrio será alcançado quando, "para cada um de seus agentes, os benefícios gerados por suas escolhas não sejam inferiores aos custos que elas ocasionam",[6] sendo amplas as noções de *custos e benefícios* aqui empregadas, não adstritas a valores monetários.

Mediante a sobreposição de tais lógicas, *o equilíbrio econômico-financeiro estará configurado*, sob a óptica das concessões, *quando o capital destinado ao investimento for remunerado por uma taxa que não só compense custos financeiros fixos, mas também o custo de oportunidade do capital e os riscos associados ao empreendimento.*[7] Daí por que se define equilíbrio econômico-financeiro como "a posição estável do projeto concessionário no que respeita à administração de seus recursos materiais (economia) e ao capital

---

[6] OLIVEIRA, Roberto Guena de. *Avaliação do Equilíbrio Econômico-Financeiro dos contratos de concessão rodoviária*. São Paulo: FIPE/USP, 2001. p. 26.

[7] Cf. GUERRA, Sérgio. Equilíbrio Econômico-Financeiro e Taxa Interna de retorno nas Parcerias Público-Privadas. *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, v. 13, n. 49, p. 205-222, jan./mar. 2015.

disponível para tanto (finanças)".[8] Trata-se de sistema que representa, ao tempo da celebração do contrato, a mais adequada escolha para as partes e que, uma vez fixado, deve ser preservado de modo ativo.

Esse complexo sistema instaura situação de *equivalência, igualdade, comutatividade,* por intermédio de uma *relação capaz de dialogar com cenários mutáveis.* E não poderia ser diferente se pensarmos na improbabilidade – se não impossibilidade – de um contrato firmado no presente tutelar de maneira precisa e exauriente a realidade que será vivenciada ao longo de décadas de execução. Os preceitos nele contidos não são (nem poderiam ser) estáticos, fechados e exaustivos, sob pena de incorrer em ruptura contratual (e essa lógica não pode ser desprezada ao se pensar em equilíbrio econômico-financeiro).

O referido equilíbrio demanda ser visto sob a luz do dinamismo de tal espécie contratual: não como a obrigatoriedade de se manter incólumes valores e disposições (o que se dá em contratos administrativos de curto prazo com desembolso do orçamento público), mas como o dever de preservar a justa equivalência entre valores e previsões mutáveis, nos termos contratualmente firmados.

Assim, o respeito a tal equilíbrio não requer que se preservem os exatos pesos das cargas que recaem sobre cada polo contratual, mas que se preserve a *tensão* que entre tais pesos se forma. Utilizando-se das representações de Georges Péquignot, não se está diante de equilíbrio estático do tipo $a = b$, mas de um equilíbrio pautado em proporções, do tipo $a/b = a'/b'$. Isto é, o contrato administrativo "é um sistema que tende constantemente ao equilíbrio".[9] Tal percepção nos permite afirmar que o conjunto de obrigações e encargos atribuível a cada uma das partes pode se alterar sem que haja desequilíbrio, desde que essa alteração seja proporcionalmente compensada de modo a manter a *tensão* originalmente definida pelo contrato.

Nos contratos administrativos de desembolso (empreitadas de obras e de serviços, por exemplo), é tarefa relativamente simples compreender a tensão dessa relação e estipular qual é a proporção a ser mantida, pois a dinâmica dos conjuntos de direitos e encargos pode ser traduzida em singela equação entre receitas e encargos (predefinidos e fixos). Há fronteiras estáticas em ambos os polos. O equilíbrio econômico-financeiro é, assim, pensado em vista de duas realidades inertes, representável na imagem da balança: de um lado, a prestação feita pelo contratado e, de outro, a remuneração paga pelo contratante, nos estritos termos definidos pelo edital e pela proposta, tal como amalgamados no contrato.[10]

Ocorre que essa racionalidade binária da balança não se coaduna com contratos de longo prazo, cujo equilíbrio possui estrutura distinta. Nessa espécie contratual, a equação encargos-remuneração não consegue abarcar o conteúdo do equilíbrio econômico-financeiro, pois aqui "ele terá que ser aferido levando em conta muitas outras variáveis, tais como montante estimado de investimento, fluxo de caixa projetado,

---

[8] MOREIRA, Egon Bockmann. *Direito das Concessões de Serviço Público*: Inteligência da Lei 8.987/1995. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 388.

[9] *Théorie générale du contrat administratif.* Paris: Éditions A. Pédone, 1945, p. 451 – tradução livre. V. também SANTOS, José Anacleto Abduch. *Contratos de concessão de serviços públicos:* equilíbrio econômico-financeiro. Curitiba: Juruá, 2007. p. 134.

[10] Cf. MOREIRA, Egon Bockmann. Equilíbrio econômico-financeiro em contratos administrativos de longo prazo. *Revista da Escola da Magistratura do TRF da 4ª Região,* Porto Alegre, v. 1, n. 1, out. 2014, p. 172.

cronograma de desembolsos, variações de receitas, custo de remuneração do capital" etc.[11] O que deriva da lógica que permeia as concessões, distinta daquela característica aos contratos administrativos de curta duração.

Se nos contratos administrativos de desembolso tem-se previsão fechada de orçamento com linearidade de receitas e encargos, nos de longo prazo têm-se picos de receitas e vales de investimentos e encargos – estes (os vales) a depender daqueles (os picos). Ainda, em concessões é do contratado a responsabilidade pelo aporte inicial, bem como por todos os desembolsos periódicos ao longo da execução, sendo que a contraprestação correspondente a tais investimentos (nas concessões comuns advinda das tarifas suportada pelos usuários) só será percebida *a posteriori* e de modo fragmentado.

Logo, os aportes do concessionário não são objeto de retorno imediato (nem sinalagmáticos nem comutativos), caracterizando investimentos de longa maturação. Isto é, "a remuneração não decorre do orçamento público (a exceção está nas parcerias) e não é feita de uma única vez, mas advém do conjunto fragmentado de pagamentos individuais. Os contratos de longo prazo não são remunerados por um desembolso unitário, oriundo de previsão fechada no orçamento público (como se dá na LGL). Não se trata de pacto a gerar encargos e retribuições presentes e certos, mas sim de investimento a ser provavelmente remunerado no futuro. São muitos aportes, várias obras e serviços, além de muitíssimas tarifas cobradas por décadas – a gerar as respectivas projeções econômico-financeiras que tentam trazer a valor presente as futuras receitas e encargos".[12]

Destaque-se, aqui, a distinção entre a lógica do valor em que se pautam os contratos de curto e de longo prazo: naqueles, o *valor presente* é o valor contratual previamente firmado, ajustado pela correção monetária (do passado para o presente); nestes, o *valor presente* é o valor contratual futuro tornado presente, por intermédio de ferramentas financeiras (do futuro para o presente). São conceitos radicalmente distintos, com efeitos díspares.

De igual modo, a inadequação da noção de equilíbrio como simples relação entre receitas e encargos a ser preservada também deriva da perspectiva tarifária (receita) em contratos de longo prazo. As tarifas praticadas em tais contratos são múltiplas e não configuram uma constante – seja pelos diferentes preços praticados num mesmo momento (a depender de faixas etárias, padrão de utilização do serviço, categoria de usuário e tantas outras variantes), seja por diferentes margens de lucro e composição financeira reflexas em uma mesma tarifa ao longo da execução contratual. Coexistem, assim, tarifas com diferentes estruturas de preço, custo e retorno, que devem ser

---

[11] MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. Breves considerações sobre o equilíbrio econômico-financeiro nas concessões. *Revista de Informação Legislativa*, v. 40, n. 159, p. 194, jul./set. 2003. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/884/R159-14.pdf?sequence=4>. Acesso em: 07 ago. 2015.

[12] MOREIRA, Egon Bockmann. Equilíbrio econômico-financeiro em contratos administrativos de longo prazo. *Revista da Escola da Magistratura do TRF da 4ª Região*, Porto Alegre, v. 1, n. 1, out. 2014, p. 174. Pense-se, por exemplo, num contrato *greenfield* que envolva rodovias, onde se conjuga o volume de investimentos com o dever de executar a integralidade da malha antes de receber o primeiro pagamento. A respeito de tais contratos e de sua complexidade, v. VALCÁRCEL FERNÁNDEZ, Patricia. Las infraestructuras del transporte terrestre (I): las carreteras. *In*: MENÉNDEZ GARCÍA, Pablo (Dir.). *Régimen jurídico de los transportes terrestres*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi Thomson-Reuters (Colección Grandes Tratados Aranzadi), 2014. p. 999-1080.

conjugadas, por intermédio de complexa engenharia financeira tarifária, para garantir a viabilidade da concessão.

Também é imperativo reconhecer que, não só por toda essa complexidade, mas também pela precariedade inerente a qualquer previsão de longo prazo, são os acordos de concessão naturalmente incompletos (não quanto a deveres e obrigações, nem quanto ao núcleo do equilíbrio, mas sim quanto às vicissitudes que o futuro reserva). Diante dessa abertura, reside no equilíbrio econômico-financeiro o norte capaz de lhes assegurar estabilidade e segurança jurídica. Ele assume a condição de *cláusula de hardship*: o instrumento de conservação do negócio que, ciente de sua lógica própria, se presta a readaptá-lo e conservá-lo na medida de suas necessidades factuais.

1.2 Condições do contrato enquanto substrato de seu equilíbrio econômico-financeiro

O art. 10 da Lei Geral de Concessões (Lei nº 8.987/1995) prescreve que "sempre que forem atendidas as condições do contrato, considera-se mantido o seu equilíbrio econômico-financeiro". A norma dá aplicabilidade à garantia constitucional, mas se limita a *reforçar* o dever de equilíbrio. A lei revela o direito ao equilíbrio econômico-financeiro em seus contornos estruturais, restando silente quanto ao seu conteúdo preciso, as práticas e métodos necessários para dar-lhe corpo e vazão.

Daí por que o substrato capaz de revelar o equilíbrio econômico-financeiro aplicável ao caso concreto só será encontrado mediante análise das condições do contrato – seja daquelas por ele expressamente estabelecidas (endocontratuais), seja das circunstanciais e institucionais nas quais ele fora celebrado (o estado de coisas que, objetivamente, existia quando da contratação). É de tal arcabouço que se faz possível análise mais precisa de questões relativas ao "ponto ótimo da tarifa, seu nível de estrutura, os respectivos fluxos financeiros e os critérios de avaliação do custo de oportunidade e remuneração do dinheiro no tempo, bem como as variações que o contrato experimenta em seus custos e receitas".[13]

São as *condições do contrato* o critério-chave para a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro da concessão. Com essa visceral ligação entre o contrato e a definição de seu equilíbrio, reitera-se a já mencionada abertura que o conceito demanda – isso porque a base contratual não pode ser definida aprioristicamente nem em abstrato, podendo apresentar tantas formas e *nuances* quanto pode o conteúdo dos contratos assumir.

Em decorrência de tal amplitude, qualquer tentativa de pontuar, de modo apriorístico e taxativo, os elementos que podem compor tal base estará propensa ao insucesso. Alguns componentes podem ser elencados como essenciais ou pressupostos, tais como a boa-fé objetiva e a confiança recíproca, o estatuto, a natureza e respectivas qualidades, as circunstâncias institucionais que determinam a existência daquele específico negócio jurídico, a respectiva natureza funcional do pacto, os elementos que fixem os encargos/vantagens atribuídos a cada um dos contratantes e sua matriz de riscos. Contudo,

[13] MOREIRA, Egon Bockmann. *Direito das Concessões de Serviço Público*: Inteligência da Lei 8.987/1995. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 404.

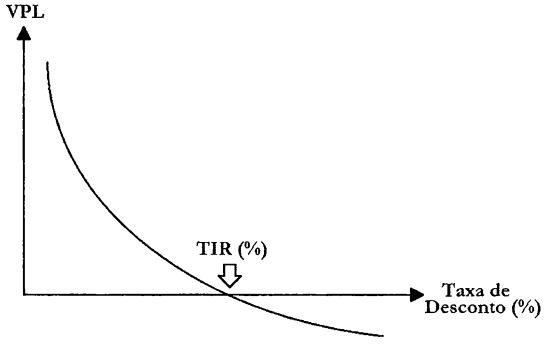
somente a análise concreta é capaz de determinar o que efetivamente consubstancia o equilíbrio econômico-financeiro aplicável a cada caso. Aqui exsurge o conceito da Taxa Interna de Retorno (TIR).

2 A Taxa Interna de Retorno (TIR) como parâmetro do equilíbrio econômico-financeiro

Sob a perspectiva econômico-financeira, o contrato de concessão presta-se a dar substância a uma série de expectativas advindas do cenário-base presente ao tempo da concretização do projeto: um investimento com determinada taxa de rentabilidade.

Tal taxa é o que se intitula de Taxa Interna de Retorno (TIR), referência utilizada como "parâmetro para mensurar se o próprio contrato de concessão está equilibrado do ponto de vista econômico financeiro", assim como para recompô-lo em casos de desequilíbrio.[14] A sua cifra traduz "um índice relativo que mede a rentabilidade do investimento por unidade de tempo"[15] e que sintetiza os méritos deste a despeito do que ocorre no mercado de capitais – daí por que tal taxa qualifica-se como *interna*, revelando algo que se vincula apenas aos fluxos de caixa daquele projeto.[16]

Em termos técnicos, conforme Gitman, a TIR corresponderá à "taxa de desconto que iguala o *valor presente líquido* de uma oportunidade de investimentos a $0 (porque o valor presente das entradas de caixa se iguala ao investimento inicial)".[17] Assim, considerando graficamente o VPL em função da taxa de desconto, a TIR situar-se-ia no seguinte ponto:



[14] RIBEIRO, Maurício Portugal. *Concessões e PPPS*: Melhores Práticas em Licitações e Contratos. São Paulo: Atlas, 2011. p. 116.

[15] GALÍPOLO, Gabriel. *Infraestrutura*: uma saída para a Crise. Disponível em: <http://www.sistemafaep.org.br/wp-content/uploads/2015/10/palestra-galipolo-consultoria.pdf>. Acesso em: 03 nov. 2015.

[16] Cf. ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira*: corporate finance. São Paulo: Atlas, 2010. p. 131. Contudo, a definição da TIR esperada, para fins de estruturação do projeto, dialoga com referências exógenas, tais como a taxa livre de risco, o prêmio de mercado e o próprio beta (referente a riscos) do setor – isso para fins de definição de tarifas e adequada modelagem do projeto.

[17] *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004. p. 344. Cabe aqui a explicação de Henrique Hirschfeld acerca do conceito de valor presente líquido: "Ao analisarmos um fluxo de caixa referente a determinada alternativa *j*, teremos vários valores envolvidos, ora como receitas, ora como dispêndios. A somatória algébrica de todos os valores envolvidos nos n períodos considerados, reduzidos ao instante considerado inicial ou instante zero e sendo i a taxa de juros comparativa, se chama *valor presente líquido*" (*Engenharia Econômica e Análise de Custos*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 105).

A TIR, portanto, é dada pelo exato ponto em que o VPL é zero. Tal taxa de redesconto, que iguala o VPL a zero, refletirá a remuneração de capital (juros) ou a "taxa de retorno anual que a empresa obteria se concretizasse o projeto e recebesse as entradas de caixa previstas", configura importante ferramenta de análise de investimento.[18] Sua representação matemática pode ser assim expressada:

$$TIR = \sum_{T=0}^{n} \frac{Fn}{(1+i)^n} = 0$$

Onde:
I = Taxa de desconto (TIR)
Fn = Fluxos de caixa no período n
n = Número de períodos

A TIR resultante de tal equação referencia o resultado financeiro do investimento, onde $TIR > 0$ ilustra lucro financeiro (retorno financeiro marginal); $TIR < 0$ traduz prejuízo financeiro (negativo resultado financeiro marginal) e $TIR = 0$ representa ausência de retorno financeiro, sempre em termos percentuais adstritos ao projeto original.

Para que o investimento se mostre equilibrado, a TIR estimada deve ser não só positiva, mas igual ou superior ao custo de capital. Mais: o investimento se mostrará atraente quando a relação entre os fluxos de caixa esperados e os investimentos empreendidos na TIR forem capazes de remunerar adequadamente o custo de oportunidade do capital empregado no projeto.[19]

Neste ponto, cabe breve reflexão acerca da racionalidade que permeia o *custo de oportunidade*, definido por Brigham como a "taxa de retorno que se poderia obter com investimentos alternativos de risco semelhante".[20] Trata-se da consciência de que, não dispondo o investidor de recursos ilimitados, sua escolha por uma alternativa de investimento reflete a renúncia a todas as demais, pois aquela se concretizará em detrimento destas (o dinheiro não é onipresente, mas sacrificado em cada investimento). O custo de oportunidade espelha o preço desta renúncia, ou, em outros termos, o sacrifício dos recursos naquele investimento. Como bem expressa Ehrlich, "sendo o objetivo do investimento ganhar o máximo de retorno, consideremos um custo de oportunidade do mesmo modo que um custo real – um 'deixar de ganhar' do mesmo modo que um 'ter que pagar'."[21]

---

[18] GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira.* São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004. p. 344.

[19] Cf. GUASH, J. Luis. *Granting and renegotiatin infrastructure concessions* – doing it right. Washington: World Bank Institute, 2004. p. 35/37. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/15024/288160PAPER0Granting010renegotiating.pdf?sequence=1>. Acesso em: 25 nov. 2015.

[20] BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da moderna administração financeira.* Trad. Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 208.

[21] EHRLICH, Pierre Jacques. *Avaliação e seleção de projetos de investimento*: critérios quantitativos. São Paulo: Atlas, 1977. p. 15.

Com isso, infere-se que a expectativa de lucro expressa pela TIR – aquela que investidor terá "caso todas as premissas apresentadas no estudo/modelagem sejam cumpridas, ou seja, se os custos e o faturamento decorrentes da concessão forem os previstos" – deve se mostrar suficientemente atraente para conduzi-lo à concretização do investimento (análise que perpassa por considerações acerca de seu custo de oportunidade).[22]

Sob a lógica do investidor, dado projeto só será atraente quando sua taxa de retorno for superior ao custo de oportunidade de capital do acionista – que deverá incluir um prêmio de risco, traduzível como remuneração adicional àquelas advindas de aplicações financeiras consideradas sem risco. Tal prêmio, de acordo com António Martins, "representa o impacto de alterações econômicas que escapam ao controle do investidor, e decorrem da evolução da conjuntura econômica mundial, nacional ou setorial. É o designado 'risco sistemático', inerente ao sistema econômico".[23] A atratividade do projeto estará, em regra, configurada quando a taxa de juros que o dinheiro investido proporcionará "for superior a uma taxa prefixada com a qual, mentalmente, fazemos uma comparação". Por sua vez, "tal taxa de juros comparativa e prefixada é chamada de Taxa Mínima de Atratividade (TMA), Taxa de Expectativa ou também Taxa de Equivalência, Taxa de Interesse ou Taxa Equivalente de Juros".[24]

Mediante a combinação de tais indicadores, pode-se dizer que o projeto será atraente para quando sua TIR for superior à TMA. Isso porque a TMA refletirá a rentabilidade mínima que o investidor considera necessária para realizar o investimento e deve ser "maior ou igual ao custo de oportunidade e ao custo de capital", análise que se dá em observância às distintas fontes de recursos presentes no investimento.[25]

Isso porque o TM será conhecido a partir do cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), comumente referenciado por seu termo em inglês, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Esta metodologia mensurará, considerando preceitos referentes ao risco de mercado, o retorno mínimo do investimento que assegura a remuneração de capital próprio e de terceiros – e assim o fará, segundo Gitman, "multiplicando o custo de cada tipo específico de capital por sua proporção na estrutura de capital da empresa".[26]

Fala-se em remuneração de capital próprio e de terceiro porque a estrutura de capital de projetos concessionários tende a ser a conjugação de ambos – não só pela alta monta de valores investidos, mas porque a participação de capital de terceiros permite alavancar ganhos dos acionistas. Assim, o capital do projeto é a somatória de "capitais dos acionistas ou proprietários da empresa, e capitais tomados sob a forma de empréstimos ou alguma outra forma de captação de recursos".[27]

---

[22] GUERRA, Sérgio. Equilíbrio Econômico-Financeiro e taxa interna de retorno nas Parcerias Público-Privadas. *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, v. 13, n. 49, p. 205-222, jan./mar. 2015.

[23] Project finance e medidas de reequilíbrio financeiro: uma nota analítica. *Revista de Contratos Públicos – RCP*, Belo Horizonte, ano 4, n. 7, p. 63-77, mar./ago. 2015, p. 67-69.

[24] Hirschfeld, Henrique. *Engenharia Econômica e Análise de Custos*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 104.

[25] SOARES, Flavio Soares de. *Análise econômica do gás natural*. Disponível em: <http://www.geste.mecanica.ufrgs.br/pss/energiasalternativas/solar/analisefinanceira.pdf>. Acesso em: 13 nov. 2015. p. 23.

[26] *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004. p. 412.

[27] ABREU FILHO, José Carlos Franco de *et al. Finanças Corporativas*. Rio de Janeiro: Ed. FGV, 2008. p. 42.

O custo de capital próprio representará a disposição do acionista em investir no projeto, considerando os riscos intrínsecos a ele e o custo de oportunidade. Trata-se, pois, da fatia de capital investido que reflete custo composto pela taxa livre de riscos, por um prêmio de mercado e por um beta referente ao coeficiente de risco peculiar ao setor em que se insere o projeto. Já o custo de capital de terceiros representará a disposição dos financiadores em alocar recursos no projeto, que oscilará de acordo com fatores tais como sua duração, condição econômica das empresas envolvidas etc. Trata-se da fatia de capital não advinda dos acionistas, mas de terceiros, que incorre em custo composto pela taxa livre de risco somada ao prêmio de risco de crédito (*spread*).[28]

A ponderação entre tais custos e os percentuais que representam o volume de recursos alocados pelos acionistas e por terceiros em face do total investido no projeto traduz a referida TMA, taxa de rentabilidade que deve mostrar-se compatível (igual ou inferior) com a TIR preconizada. No que tange a esta, ou seja, aquela TIR inicialmente esperada pelo investidor, há que se notar que sua determinação envolve "prognósticos *ex ante* num cenário de estabilidade jurídico-econômica" necessários à elaboração de projeções de investimento, prognósticos estes que, por mais apurados que sejam, não constituem mero "exercício de futurologia".[29] Ocorre que, em face das já expostas especificidades inerentes às concessões, faz-se naturalmente presente em tais projeções a certeza da incerteza.

Há, por isso, que se esperar, ao longo da execução contratual, a ocorrência de mudanças nos pressupostos utilizados nas projeções financeiras originais, alterações que, em regra, incorrem na reflexa alteração de indicadores de rentabilidade que tal projeto evidenciava no momento em que se decidiu concretizá-lo.[30] De tal ponderação advém a percepção de que a TIR verificada *a posteriori* pode – e tende – a ser distinta daquela originariamente estimada com base no plano de negócios original, sendo que tal descolamento entre expectativa e realidade eventualmente pode implicar, a depender de sua origem, consistência e impacto, o dever de reequilíbrio.

É nesse sentido a compreensão que vincula a TIR ao reequilíbrio econômico-financeiro do contrato, por entendê-la como indicador que estabiliza o projeto de investimento e que, por isso, deve ser preservada. Sua manutenção atua como garantia do Poder Concedente e da concessionária, de modo que *sua modificação enseja revisão nos termos e limites previstos em lei e no contrato*.[31] De tal perspectiva derivam as funções que tal indicador pode assumir, seja enquanto parâmetro para medir se o contrato está ou não equilibrado do ponto de vista econômico-financeiro, seja enquanto parâmetro de reequilíbrio em casos de desequilíbrio.

Contudo, tal utilização deve ser feita com cautela, pois a vinculação do equilíbrio econômico-financeiro à TIR inicialmente estimada, bem como seu emprego acrítico como determinante de situações em que cabe o reequilíbrio, tende a distorcer a distribuição

---

[28] GALÍPOLO, Gabriel. *Infraestrutura*: Uma saída para a Crise. Disponível em: <http://www.sistemafaep.org.br/wp-content/uploads/2015/10/palestra-galipolo-consultoria.pdf>. Acesso em: 03 nov. 2015.

[29] MOREIRA, Egon Bockmann. *Direito das Concessões de Serviço Público*: Inteligência da Lei 8.987/1995. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 396.

[30] Cf. MARTINS, António. Project finance e medidas de reequilíbrio financeiro: uma nota analítica. *Revista de Contratos Públicos – RCP*, Belo Horizonte, ano 4, n. 7, p. 63-77, mar./ago. 2015. p. 67.

[31] Cf. GUERRA, Sérgio. Equilíbrio Econômico-Financeiro e taxa interna de retorno nas Parcerias Público-Privadas. *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, v. 13, n. 49, p. 205-222, jan./mar. 2015.

de riscos contratuais, em geral devolvendo ao Poder Público muitos dos riscos que pelo contrato foram transferidos ao concessionário. Acerca do tema, explica Maurício Portugal Ribeiro:

> É que ao garantir ao concessionário uma dada taxa interna de retorno, o Poder Público está estabilizando a rentabilidade do projeto para o concessionário, independentemente do maior ou menor sucesso do concessionário para gerenciar os riscos que lhe foram transferidos. Por exemplo, uma vez estabilizada a taxa interna de retorno do projeto, ele não tem qualquer incentivo para minimizar os seus custos, pois independentemente de quais sejam seus custos, o Poder Público lhe garantirá não só a cobertura desses custos, mas também uma margem suficiente para lhe dar a rentabilidade do projeto prevista no seu plano de negócios.[32]

Por tal razão, a utilização da TIR para fins de discussões sobre equilíbrio deve respeito aos limites e termos previstos em lei e no contrato, o que revela não ser toda e qualquer alteração da rentabilidade fática em relação àquela esperada capaz de ensejar o dever de reequilíbrio. Em outros termos, a mera distorção entre a TIR factual e a TIR originalmente projetada não é sinônima de desequilíbrio. O dever de reequilíbrio dependerá de análise acerca do evento que originou tal distorção. Só poderão influir na TIR a ser contrastada com aquela originalmente pactuada (ou a ser utilizada enquanto parâmetro de reequilíbrio) os impactos decorrentes de eventos pelos quais o prejudicado não é responsável, enquanto aqueles atribuíveis ao prejudicado não devem impactar neste mesmo indicador.

O uso da TIR deve, assim, pautar-se nos limites desenhados pela lei e contrato – em especial pela sua matriz de riscos. Caso a alocação de riscos prevista contratualmente não dê conta de disciplinar o evento, cabe aplicação da lógica vinculada à teoria das áleas (*ordinária* e *extraordinária*), segundo a qual – e a título exemplificativo – sendo a causa da redução da TIR dada ação ou omissão do Poder Concedente imposta ao investidor, ter-se-á um evento específico a ser considerado no recálculo da TIR e apto a ensejar reequilíbrio em favor do concessionário.[33]

Por fim, cabe pontuar que, caso o evento propulsor do desequilíbrio e passível de reequilíbrio advenha de alterações de receitas e despesas previstas no plano de negócios original, deve-se "considerar o próprio fluxo de caixa do plano de negócios original para o reestabelecimento das condições pactuada quando da celebração do contrato".[34] Deste modo, no cálculo do valor devido a título de reequilíbrio, somente as variáveis afetas aos eventos propulsores do desequilíbrio devem ser substituídas no fluxo de caixa originário, na justa medida da oscilação de tal evento decorrente. As demais devem ser replicadas e preservadas tal como projetadas originalmente, ainda que com o fluir do contrato saibam-se equivocadas, sob pena de distorcer-se a matriz

---

[32] RIBEIRO, Maurício Portugal. *Concessões e PPPS*: Melhores Práticas em Licitações e Contratos. São Paulo: Atlas, 2011. p. 118.

[33] Cf. MARTINS, António. Project finance e medidas de reequilíbrio financeiro: uma nota analítica. *Revista de Contratos Públicos – RCP*, Belo Horizonte, ano 4, n. 7, p. 63-77, mar.-ago. 2015. p. 69.

[34] GALÍPOLO, Gabriel. *Infraestrutura*: Uma saída para a Crise. Disponível em: <http://www.sistemafaep.org.br/wp-content/uploads/2015/10/palestra-galipolo-consultoria.pdf>. Acesso em: 03 nov. 2015.

de riscos e de restituir-se eventuais perdas ou distorções no retorno esperado que não refletem desequilíbrios.

2.1 TIR do projeto *versus* TIR do acionista

Conforme exposto, a TIR é auferida com base em fluxos de caixa atinentes à concessão, apresentando assim delimitação temporal correspondente ao período em que perdurará a exploração da atividade concedida. E, por constituírem as variáveis que embasam os cálculos de rentabilidade, é evidente a importância que os valores considerados a título de fluxo de caixa assumem na definição da taxa de retorno que nele se pauta.

Nesse sentido, há que se abrir espaço para os principais critérios de delimitação do fluxo de caixa. No primeiro deles, os fluxos de caixa são adstritos a aspectos formais relativos ao edital, abrangendo entradas advindas de receitas "provenientes das atividades operacionais derivadas da exploração direta do objeto de concessão" e saídas atinentes aos "gastos relativos aos investimentos, os custos e as despesas de operação da concessão, os impostos relativos à receita e ao lucro operacional".[35]

Em tal hipótese, está-se a falar do fluxo de caixa operacional do projeto, sendo que o cálculo da TIR nele pautado resulta no que comumente se intitula *TIR do Projeto* ou *TIR Desalavancada*. Trabalha-se aqui com a perspectiva de que os investimentos necessários à consecução do projeto "serão realizados exclusivamente por meio de capital interno – cujo custo é a taxa de juros máxima à qual podem ser aplicados estes mesmos recursos pelo investidor (para alternativas de riscos equivalentes)", de modo a possibilitar avaliação do custo de oportunidade do capital.[36]

Entretanto, considerando a magnitude de empreendimentos característicos às concessões, tal percentual tende a ser meramente teórico, na medida em que os aportes de recursos necessários à sua concretização, em regra, pendem em algum grau de financiamentos perante terceiros. Daí por que os fluxos de caixa podem, adicionalmente, considerar as entradas e saídas de caixa oriundas do financiamento da concessão. Aqui, recebimentos de empréstimos são incorporados ao fluxo de caixa enquanto receitas, assim como o pagamento do principal e dos juros sobre os empréstimos são incorporados enquanto saídas, resultando no fluxo de caixa do financiamento.

O agrupamento do fluxo de caixa operacional com o fluxo de caixa de financiamento do projeto resulta no fluxo de caixa alavancado, sendo que o cálculo da taxa interna de retorno pautado neste fluxo resulta na *TIR do Acionista* ou *TIR Alavancada*. Tal indicador corresponde à rentabilidade propiciada por determinado projeto considerando o emprego de capital de terceiros (investimentos, amortizações e juros relativos) em sua consecução, permitindo assim verificar o custo do capital e o efetivo retorno econômico que a concessão propiciará.

---

[35] SAVOIA, José Roberto Ferreira (Coord.). *Relatório de análise dos impactos do endividamento, em função do Termo de Alteração Unilateral de 1998, sobre a Taxa Interna de Retorno (TIR)* – parte I – aspectos conceituais e qualitativos (CONTRATO No. 337/2012, Etapa I, Relatório 2). São Paulo: Fundação Instituto de Administração – FIA, 2013. p. 12.

[36] MOREIRA, Egon Bockmann. *Direito das Concessões de Serviço Público*: Inteligência da Lei 8.987/1995. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 396.

O termo *efetivo* é aqui empregado porque a *TIR do Acionista* não ignora o fato de que pode o investidor "aportar apenas uma parte do capital total necessário ao investimento, complementando-o com recursos de terceiros (financiamentos)", obtendo assim um retorno para seu capital superior ao que teria caso subsidiasse integralmente o projeto com seus próprios recursos.[37] Em tal medida, a eficiência do concessionário na definição de sua estrutura financeira será reflexa na diferença entre a TIR do Projeto e a TIR do Acionista, "pois maior será a sua dívida em comparação com o montante de capital próprio". Ainda, quanto menores forem os custos da sua dívida, maior tende a ser a diferença entre tais taxas referenciais.[38]

Neste diapasão, ressalta-se que, para fins de reequilíbrio econômico-financeiro, é a *TIR do Projeto* frequentemente privilegiada em detrimento da *TIR do Acionista*. Isso porque, enquanto aquela cinge-se a "dados de receita e custos do empreendimento, sintetizando a essência da concessão e neutralizando as escolhas (adequadas ou não) do controlador da empresa concessionária", esta acaba por acolher fatores correspondentes "a engenharia financeira personalíssima, com itens exógenos ao contrato de concessão, cujo impacto nem sempre precisa ser transmitido ao projeto (e/ou ao concedente e usuário)".[39] Daí a razão pela qual a utilização da TIR do Acionista enquanto parâmetro de reequilíbrio tende a configurar exceção, a depender da configuração do caso concreto.

Contudo, tal lógica demanda algumas reflexões, pois sua aplicação acrítica tende a engendrar *reequilíbrios desequilibrados*, por mais paradoxal que tal expressão pareça.

2.3 TIR em compensações diluídas no tempo: reequilibrando com desequilíbrio?

Conforme exposto, em regra é a TIR do Projeto a referência utilizada como capaz de expressar a rentabilidade devida ao concessionário em casos de desequilíbrio. Entretanto, tal perspectiva é passível de críticas – e, nesse sentido, cabe pensar na ocorrência de eventos gravosos que, diretamente imputáveis ao Poder Concedente, afetem de modo negativo o fluxo de caixa do concessionário. Em tal circunstância, é dever da Administração compensar financeiramente o investidor pelos prejuízos experimentados, mostrando-se adequado – em especial para a preservação do projeto em atendimento ao interesse público – que tal compensação seja realizada de imediato.

Contudo, não raro a sua realização se dá a prazo. Ora, quando o Poder Concedente posterga uma compensação devida a título de reequilíbrio, está, em verdade, valendo-se indevidamente de recursos do concessionário, forçando-o a lhe prover espécie de empréstimo em montante não previsto e a uma taxa que pode não lhe convir. Isso porque, na medida em que tal prática obriga o investidor (concessionário) a

---

[37] Tal retorno superior se deve ao fato de o custo de capital de terceiros ser inferior ao custo do capital próprio e ao fato de as despesas financeiras com capital de terceiros gozarem de dedutibilidade fiscal. (SAVOIA, José Roberto Ferreira (Coord.). *Relatório de análise dos impactos do endividamento, em função do Termo de Alteração Unilateral de 1998, sobre a Taxa Interna de Retorno (TIR)* – parte I – aspectos conceituais e qualitativos (CONTRATO No. 337/2012, Etapa I, Relatório 2). São Paulo: Fundação Instituto de Administração – FIA, 2013. p. 14).

[38] RIBEIRO, Maurício Portugal *Concessões e PPPS*: Melhores Práticas em Licitações e Contratos. São Paulo: Atlas, 2011. p. 116.

[39] MOREIRA, Egon Bockmann. *Direito das Concessões de Serviço Público*: Inteligência da Lei 8.987/1995. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 397.

cobrir o custo decorrente de risco que é do Poder Público (concedente) durante o lapso temporal que lhe for imposto pela compensação diluída no tempo (a prazo), atribuem-se ao investidor custos por ele não provisionados, decorrentes de aportes de recursos e de renúncia de liquidez que pelo Poder Público deveriam ser suportados.

Como consta do estudo coordenado por Roberto Guena de Oliveira, "a reposição do equilíbrio econômico-financeiro não está imediatamente garantida com a recuperação da rentabilidade esperada do negócio, pois, se há uma variação no risco do empreendimento, a rentabilidade para torná-lo viável também varia".[40] Cogite-se do seguinte exemplo: se o custo do financiamento – seja nas instituições financeiras, seja no mercado de ações – era baixo quando do início do contrato (acionistas e projeto com pouco endividamento, projeções com baixo risco político, recebíveis consistentes etc.), caso o Poder Concedente intervenha agressivamente no contrato e determine a diminuição da tarifa a ser paga pelos usuários em 50% (ou impeça o reajuste tarifário anual), é evidente que o custo futuro do projeto será aumentado. Isso se não acontecer a reação normal das instituições financeiras: na medida em que os fatos demonstram que os recebíveis projetados podem diminuir pela metade, elas simplesmente encerram as negociações para futuros empréstimos. Afinal, o projeto de investimento já demonstrou empiricamente que não possui garantias consistentes. O que força os acionistas a fazerem aportes pessoais ou a buscar recursos em fontes alternativas, muito mais custosas do que as que constavam na TIR do Projeto.

Assim e ainda com base no exemplo acima, não bastará ao reequilíbrio a simples readequação da tarifa ao seu valor original, combinada com o ressarcimento pelas perdas no período. O projeto não será reequilibrado com medidas retrospectivas, mas sim exigirá demandas extraordinárias para o futuro – com impacto, significativo e inevitável, na respectiva TIR. De igual modo, o ressarcimento das perdas e a composição do prejuízo em longo prazo tampouco resolvem o problema causado ao fluxo de caixa do projeto concessionário.

De acordo com Maurício Portugal Ribeiro, em tal circunstância, para que haja efetivo reequilíbrio capaz de recolocar o investidor no *status quo ante* ao evento gravoso atribuível ao Poder Concedente, é preciso que este "lhe pague uma taxa de rentabilidade por esse empréstimo forçado correspondente à taxa de rentabilidade esperada para o capital investido" – taxa essa não refletida na TIR do Projeto.[41] Para ilustrar tal posicionamento, o autor propõe a decomposição da TIR do Projeto com base em suas fontes precípuas de recursos – "o chamado capital próprio, provindo de seus acionistas, e o capital de terceiros, provindo de seus financiadores" – e em suas respectivas taxas de remuneração, mediante a seguinte fórmula matemática:

TIRp = TIRa*CP + Cd*D

Em que:

TIRp é a taxa interna de retorno do projeto;

---

[40] *Avaliação do equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão de rodovias*. São Paulo: FIPE/USP, 2001. p. 8.

[41] O que todo profissional de infraestrutura precisa saber sobre equilíbrio econômico-financeiro de concessões e PPPs (mas os nossos juristas ainda não sabem) (Disponível neste livro).

TIRa é a taxa interna de retorno do acionista;

CP é o montante de capital próprio mensurado em percentual do montante total do capital necessário para implantar o projeto;

Cd é o custo da dívida;

D é o montante de capital de terceiros mensurado em percentual do montante total do capital necessário para implantar o projeto.

Com base em tal fórmula e estabelecendo-se como premissas que (1), no cenário original, a TIRa será superior ao Cd e que (2) o acionista suportará os custos adicionais do desequilíbrio com base em capital próprio (majorando, assim, o CP e preservando-se inalterados o custo da dívida (Cd) e o montante, em valor absoluto, de capital de terceiros), é possível notar que um reequilíbrio pautado na TIR do Projeto (TIRp) incorrerá numa TIR do Acionista (TIRa) derivada inferior àquela inicialmente preconizada.[42]

Em outras palavras, ter-se-á a redução da alavancagem do projeto real e a minoração da relação entre dívida/capital próprio da concessionária, de modo a diminuir a rentabilidade do acionista em decorrência de desequilíbrio que pelo Poder Concedente deveria ser suportado. Faz-se aqui pertinente a transcrição das palavras de Maurício Portugal Ribeiro ao sintetizar tal hipótese e propor-lhe solução:

> Nesse contexto, se o capital aportado na concessionária para cobrir o evento gravoso for remunerado pela taxa interna de retorno do projeto de referência prevista no plano de negócios originário, o acionista da concessionária amargará perdas – e tudo porque o Poder Concedente optou por fazer a recomposição a prazo. Quer dizer: o Poder Concedente acaba forçando o acionista da concessionária não apenas a emprestar-lhe recursos, mas a fazê-lo a taxas que não lhe convém.
>
> Como ele reduzirá a alavancagem da concessionária ao fazer o novo aporte, para que o acionista da concessionária fosse colocado na situação econômico-financeira anterior à ocorrência do evento gravoso, seria necessário que a taxa interna de retorno de projeto a ser utilizada como referência para fazer a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro fosse maior que a taxa interna de retorno prevista no plano de negócios apresentado originariamente pelo vencedor da licitação.
>
> Se a concessionária for compensada utilizando a taxa interna de retorno de referência originária prevista em seu plano de negócios – sem considerar a mudança na alavancagem do projeto –, como mencionei acima, ela sofrerá evidente perda econômica. Ela será remunerada por uma taxa interna de retorno produzida supondo um determinado nível de alavancagem, aquele previsto no plano de negócios originário, que já não corresponderia ao nível real.[43]

---

[42] Conclusão idêntica se obteria partindo-se da premissa de que os custos adicionais seriam suportados com capital de terceiros (D) obtidos com custo superior ao inicialmente previsto (Cd) – o que, em regra, ocorre, pois dificilmente o concessionário obterá as mesmas linhas de crédito ou condições negociadas junto a terceiros para o financiamento originalmente previsto. Nesse caso de elevação de D e de CD, reequilíbrio realizado pela TIR do Projeto (TIRp) também incorrerá em redução na TIR do Acionista (TIRa).

[43] O que todo profissional de infraestrutura precisa saber sobre equilíbrio econômico-financeiro de concessões e PPPs (mas os nossos juristas ainda não sabem) (Disponível neste livro).

Ainda, some-se a isso "que o dinheiro não tem o mesmo valor através do tempo (mesmo inexistindo inflação)".[44] Forçar o concessionário a realizar um aporte não previsto no plano originário, arcando com uma restrição de liquidez que sobre ele não deveria recair e obrigando-o a destinar seu dinheiro a determinado fim, é impedi-lo de empregar seus recursos em outros investimentos que possam se mostrar mais atrativos, cerceando-lhe a liberdade de gerir seu patrimônio financeiro do modo que julgar mais conveniente, oportuno e rentável.

Logo, o reequilíbrio pautado na TIR do Projeto pode – e tende – a mostrar-se incapaz de colocar o concessionário na situação econômica e financeira anterior à ocorrência de prejuízo atribuível ao Poder Concedente. Isso porque, ao minorar o retorno do acionista mediante aplicação da TIR do Projeto, tem-se um déficit remuneratório que penaliza o investidor pela concretização de evento gravoso atribuível ao Poder Concedente, em flagrante desrespeito à distribuição de riscos preceituada (seja oriunda do contrato, seja da lógica das áleas) e à efetiva proteção do equilíbrio econômico-financeiro.

Nesse ponto, cabe ressaltar que déficits remuneratórios não devem ser aceitos em qualquer medida – quanto menos no âmbito das concessões, que são projetos de longo prazo (1% no ano 5 pode se transformar num número com muitos dígitos no ano 10). Daí por que o emprego acrítico da TIR do Projeto para fins de reequilíbrio tende a ensejar distorções em detrimento do concessionário. Necessário, portanto, analisar com cautela qual é a taxa apta a ensejar um reequilíbrio eficaz, internalizando tal reflexão na elaboração de instrumentos contratuais e em processos de reequilíbrio. Nesse sentido, contrato não deve olvidar a problemática referenciada, mas enfrentá-la e buscar com ela dialogar, fazendo com que constem em bases contratuais as diretrizes aplicáveis à composição de taxa capaz de colocar o concessionário em situação econômico-financeira imediatamente anterior ao evento gravoso que ensejou o desequilíbrio.

2.3 A eventual inadequação da TIR original a novos investimentos

Conforme demonstrado, ainda que seja comum a utilização da TIR de Projeto em processos de reequilíbrio, tal indicador não se mostra adequado a todo e qualquer caso, incluindo-se aqui discussões decorrentes de novos investimentos ou ampliações do escopo que, não previstos no plano original, são exigidos ao longo da execução contratual.

Isso porque não se mostra razoável remunerar tais investimentos a partir da TIR calculada com base em fluxos que não consideravam tais aportes e em realidade econômica pretérita que tende a pouco – ou a nada – se relacionar com aquela presente ao tempo da requisição destas novas demandas. Valer-se da TIR original – seja a do projeto, seja a do acionista – para ajustar desequilíbrios advindos de exigências não previstas no momento em que fora fixada carece de lógica.

Tratar a nova decisão de investimento com base em taxas de retorno afetas a período marcado por traços econômicos discrepantes mostra-se inadequado: faz

[44] EHRLICH, Pierre Jacques. *Avaliação e seleção de projetos de investimento*: critérios quantitativos. São Paulo: Atlas, 1977. p. 21.

necessário analisar o custo de oportunidade e o contexto econômico presente ao momento da nova decisão de investimento para rentabilizá-la de modo correto. Veja-se que entendimento contrário tende a ensejar medidas desarrazoadas a qualquer uma das partes. Por um lado, rentabilizar nova demanda com base em taxa fixada em momento pretérito pode impor ao Poder Concedente o dever de reequilibrar um investimento presente com base em TIR descolada daquelas praticadas, quando do novo investimento, em licitações do mesmo setor.

Por outro lado, considerando-se situação inversa em que a taxa de retorno pretérita mostre-se aquém daquelas praticadas no cenário presente ao tempo do novo investimento, o retorno proporcionado ao parceiro privado seria insuficiente para remunerá-lo adequadamente. Essa circunstância poderia gerar a situação de juros negativos, impondo ao investidor novo aporte de recursos com rentabilidade (pautada em cenário pretérito) inferior ao seu custo de captação (aferido no cenário presente).

Assim, para novas demandas requisitadas pelo Poder Concedente, cabe aplicação de uma taxa de retorno distinta daquela originalmente estabelecida pelo projeto. Essa nova TIR não será empregada no fluxo de caixa original, mas no dito *fluxo de caixa marginal*,[45] que se refere às novas entradas e saídas, em paralelo àquelas estabelecidas no projeto inicial. O que não deixa de ser complicado em termos de contratos administrativos, pois a nova TIR passa a conviver com obras não previstas originalmente no edital e na proposta; geradoras de fluxo de caixa em situação contratualmente inédita. De igual modo, haverá uma tensão constante: se a nova TIR for muito inferior à original, qual concessionário aceitará firmar o termo aditivo ao contrato? E se for muito maior, qual Poder Concedente admitirá instalar tal novidade ao contrato? Mais: qual o limite a tais inovações contratuais? Isto é, pode haver tantos termos aditivos com obras inéditas e fluxos de caixa marginais quantos as partes o desejarem? Como fica o contrato original e seu equilíbrio econômico financeiro? Estas perguntas ainda aguardam debate mais aprofundado acerca do tema, nada obstante já existirem resoluções das respectivas agências reguladoras incorporando a racionalidade dos fluxos de caixa marginal a contratos de concessão de serviço público.[46]

2.4 TIR modificada

Por fim, cabe destacar a possibilidade de coexistirem, em um mesmo projeto, diferentes TIRs. E isso não só diante das hipóteses acima referenciadas – em que, a título ilustrativo, tem-se em um único projeto a TIR inicialmente preconizada para o investimento e aquela posteriormente estabelecida para remunerar novos investimentos não previstos no plano original –, mas também em face da possibilidade de ocorrência de fluxos de caixa líquidos negativos em determinados anos subsequentes ao seu início.

[45] A respeito do tema, v. o artigo de Heloisa Conrado Caggiano e Danyara Barros Tajra Borda, "Análise do mecanismo de Fluxo de Caixa Marginal em contratos de concessão a partir da jurisprudência Tribunal de Contas da União" – disponível neste livro.

[46] Como se dá, *v.g.*, na Resolução ANTT nº 3.651/11, da ANTT (disponível em: <http://appweb2.antt.gov.br/resolucoes/07000/resolucao3651a_2011.pdf>. Acesso em: 1º fev. 2016), modificada pela Resolução ANTT nº 4.339/2014.

Acerca do tema, Brigham e Houston pontuam que:

> Um projeto tem fluxos de caixa convencionais se uma ou mais saídas de caixa (custos) são seguidas por uma série de entradas de caixa. Se, no entanto, um projeto exige uma grande saída de caixa em algum momento durante ou ao fim de sua vida útil, então o projeto tem fluxos de caixa não-convencionais. Projetos com fluxos de caixa não-convencionais podem apresentar dificuldades singulares quando são avaliados pelo método TIR, sendo que o problema mais comum é a existência de TIRs múltiplas.[47]

Em resposta a tal problemática das múltiplas TIRs, tem-se solução intitulada de TIR Modificada (TIRM). Tal método, segundo Brigham e Houston, "envolve o cálculo do valor final (VF) das entradas de caixa capitalizadas ao custo de capital da empresa, para então determinar a taxa de desconto que faz o valor presente do VF se igualar ao valor presente das saídas de caixa".[48]

A metodologia aqui referenciada pauta-se na união de diferentes fluxos. Para tanto, todos os custos envolvidos no projeto (saídas do fluxo de caixa) são trazidos a valor presente ao momento inicial do projeto (t = 0), sendo todas as entradas de caixa levadas, ao custo de capital, para momento futuro (t = 1). Aqui, unem-se todas as saídas em um só período e condensam-se as entradas em um só momento, de modo que o fluxo de caixa apresentará somente dois marcos temporais: aquele que pauta todas as saídas de caixa (Ano 0) e aquele em que todas as entradas de caixa são auferidas (Ano 1). Com base neste fluxo adaptado, será calculada TIR capaz de consolidar os resultados financeiros do projeto como um todo.[49]

Há que se notar que a TIR oriunda da aplicação de tal método – ou seja, aquela que consolida o resultado final do projeto – pode mostrar-se inferior à TIR original sem que isso indique qualquer desequilíbrio. Isso porque o investimento inicial pode ter sido remunerado em patamar igual ou superior à TIR originalmente fixada para ele, mas sobrevir investimento com remuneração contratualmente estabelecida em patamar inferior – hipótese que não traduz qualquer desequilíbrio, ainda que origine uma TIR menor do que aquela prevista ao tempo da celebração do contrato.

Com isso, quer-se mais uma vez salientar que, apesar da íntima relação entre a TIR e o equilíbrio econômico-financeiro, não cabem alegações de desequilíbrio e instauração de reequilíbrios pautados tão somente na verificação de TIRs discrepantes. Análises e medidas referentes a equilíbrio, desequilíbrio e reequilíbrio econômico-financeiro devem perpassar exames profundos sobre elementos fáticos, legais, contratuais, econômicos e financeiros que a mera utilização de um indicador, de modo isolado, não é capaz de substituir.

---

[47] BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da moderna administração financeira.* Tradução de Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 390.

[48] BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da moderna administração financeira.* Tradução de Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 400.

[49] VASCONCELOS, Adalberto Santos de. *O equilíbrio econômico-financeiro nas concessões de rodovias federais no Brasil.* Disponível em: <http://portal2.tcu.gov.br/portal/pls/portal/docs/2058736.PDF>. Acesso em: 13 nov. 2015. p. 102.

Considerações finais

Concessões são projetos complexos de longo prazo, que envolvem investimentos de grande vulto e que conjugam multiplicidade de relações e interesses. Por essa razão, é imprescindível que em seu ambiente de desenvolvimento impere a segurança jurídica – seja para que esse tipo de contratação se mostre atraente ao investidor e, por isso, faticamente viável.

Assim, é possível compreender a segurança jurídica como condição *sine qua non* para o atendimento do interesse público. Está-se a se tratar de direitos que se relacionam diretamente às premissas contratuais – isso porque, se os poderes unilaterais atribuem à Administração a faculdade de alterar cláusulas contratuais regulamentares, o direito ao equilíbrio econômico-financeiro garante que tais alterações, bem como determinados riscos, sejam adequadamente compensados nos termos das cláusulas contratuais econômicas.

Nesse diapasão, três conclusões ganham corpo.

A *primeira* é a de que não se está diante de interesses antagônicos do Poder Concedente em detrimento do concessionário – ou do investidor em detrimento da Administração –, mas de interesses que, com a celebração do contrato de concessão, tornam-se complementares na consecução de um projeto comum que, se adequadamente gerido, beneficiará toda a multiplicidade de agentes nele envolvidos. Por isso, precisam ser cooperativos em vista do equilíbrio do projeto em si mesmo.

A *segunda*, por sua vez, tangencia o próprio conceito de equilíbrio econômico-financeiro sobre dois aspectos. *A um*, na percepção de que tal conceito concebido aprioristicamente será sempre aberto e incompleto, pois serão as condições contratuais e o seu exercício que darão colorido e precisão aos contornos que a legislação imprime ao equilíbrio econômico-financeiro. *A dois*, no entendimento de que o equilíbrio econômico-financeiro não é fechado e rígido, representável em cifras absolutas, mas corresponde a uma relação fluída, capaz de conviver com oscilações dos pesos que a compõem, desde que as alterações sejam compensadas.

Neste ponto, abre-se espaço para a *terceira* conclusão: é necessário entender a realidade das concessões para além da racionalidade forense tradicional, pois não se mostram consistentes construções jurídicas que não dialoguem com a racionalidade econômica e financeira que marca esse modelo de contratação pública.

A não compreensão da lógica econômica presente na alocação de riscos, a incapacidade de se entender a engenharia financeira que permeia as cláusulas econômicas do contrato e as premissas do projeto, ou a inaptidão em dialogar com a visão do investidor que aloca seus recursos numa concessão em detrimento de demais possibilidades, trazem severos prejuízos a todos os envolvidos – em especial, àqueles que necessitam dos serviços a ser prestados.

Informação bibliográfica deste texto, conforme a NBR 6023:2002 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT):

MOREIRA, Egon Bockmann; GUZELA, Rafaella Peçanha. Contratos administrativos de longo prazo, equilíbrio econômico-financeiro e Taxa Interna de Retorno (TIR). *In*: MOREIRA, Egon Bockmann (Coord.). *Contratos administrativos, equilíbrio econômico-financeiro e a taxa interna de retorno*: a lógica das concessões e parcerias público-privadas. Belo Horizonte: Fórum, 2016. p. 337-356. ISBN 978-85-450-0168-3.