



**MINISTÉRIO DA FAZENDA**  
**Secretaria de Acompanhamento Econômico**  
**Coordenação-Geral de Transportes e Logística**

Parecer Analítico sobre Regras Regulatórias n.º 002/2006 COGTL/SEAE/MF<sup>1</sup>

Brasília, 3 de março de 2006.

Assunto: **Manifestação da SEAE para a audiência pública da ANTT sobre as minutas de edital e de contrato de concessão da 2ª Etapa do Programa de Concessão de Rodovias Federais.**

## **1. Introdução**

Este Parecer Analítico sobre Regras Regulatórias tem como objetivo apresentar manifestação desta Secretaria para a Audiência Pública n.º 035/2006 a ser realizada pela Agência Nacional de Transportes Terrestres – ANTT, com o objetivo de colher contribuições sobre as minutas de edital e de contrato de concessão, para as outorgas da 2ª Etapa do Programa de Concessão de Rodovias Federais.

Inicialmente, convém mencionar que a racionalidade econômica para o programa de concessões de rodovias federais baseou-se em duas premissas: insuficiência de recursos do poder público para a promoção de investimentos necessários na recuperação e na ampliação da infraestrutura viária; necessidade de definição de regras claras e transparentes para o setor e de promoção à concorrência pelo mercado.

Dada a relevância do modal rodoviário no transporte de cargas e a necessidade de viabilização dos investimentos necessários, Pires & Giambiagi (2000)<sup>2</sup> ressaltam a importância do processo de concessões. Nas palavras dos autores:

*“A restauração e a expansão da malha rodoviária são fundamentais para viabilizar a inserção competitiva do Brasil na economia globalizada*

---

<sup>1</sup> Esta Secretaria se reserva no direito de tecer posteriormente outras recomendações sobre o assunto em tela.

<sup>2</sup> PIRES, José Cláudio Linhares & GIAMBIAGI, Fabio. *Retorno de Novos Investimentos Privados em Contexto de Incerteza: Uma Proposta de Mudança do Mecanismo de Concessão de Rodovias no Brasil*. TD n.º 81. BNDES, Rio de Janeiro, 2000.

*e propiciar o bem-estar de seus cidadãos. Na busca da forma mais adequada de financiamento dos investimentos necessários, em razão da restrição financeira do Estado, o país iniciou há cinco anos o programa de privatização<sup>3</sup> de rodovias.”*

Visando ao alcance desses objetivos, por ocasião da elaboração do edital e do contrato, o poder concedente exerce efetivamente o seu novo papel, passando de prestador diretor do serviço para ente regulador. E como tal, deverá promover mecanismos de incentivo à eficiência, de modo que seja assegurada a justa remuneração pela prestação do serviço, associada à preocupação com a sua qualidade e continuidade.

Dentro desse contexto, a manifestação desta Secretaria visa a apresentar recomendações, com o intuito de complementar as minutas de edital e de contrato apresentadas pela Agência, balizando-se, para tanto, na busca de uma regulação mais eficiente e pró-concorrencial no processo de ingresso no setor.

## **2. Recomendações**

### **2.1. Valor do contrato**

A minuta de edital apresentada pela ANTT, no Capítulo III – Das Definições, de forma similar ao edital elaborado pelo DNER em 2000, definiu o valor do contrato como sendo o valor total das receitas da Concessionária em valores correntes, conforme constante da Proposta Comercial da Licitante vencedora.

A definição do valor do contrato é de suma importância para as condições concorrenciais da licitação, uma vez que tanto o valor máximo do patrimônio líquido exigido ao participante do processo licitatório quanto o valor máximo da garantia da proposta estão vinculados a ele. Dessa forma, quanto maior for este valor, maiores serão as barreiras à entrada de competidores na licitação.

A vinculação legal do valor máximo do patrimônio líquido exigido ao valor do contrato pode ser vista nos §§ 2º e 3º do art. 31 da Lei nº 8.666/93, *in verbis*:

*“Art.31. ...*

*(...)*

*§ 2º A Administração, nas compras para entrega futura e na execução de obras e serviços, poderá estabelecer, no instrumento convocatório da licitação, a exigência de capital mínimo ou de patrimônio líquido mínimo, ou ainda as garantias previstas no § 1º do art. 56 desta Lei, como dado objetivo de comprovação da qualificação econômico-financeira dos licitantes e para efeito de garantia ao adimplemento do contrato a ser posteriormente celebrado.*

*§ 3º O capital mínimo ou valor do patrimônio líquido a que se refere o parágrafo anterior não poderá exceder a 10% (dez por cento) do valor estimado da contratação, devendo a comprovação ser feita relativamente à data da apresentação da proposta, na forma da lei, admitida a atualização para esta data através de índices oficiais.”*

---

<sup>3</sup> No caso das concessões de rodovias, seria melhor usar o termo “desestatizar”, pois não se trata de transferência de titularidade.

Já a limitação de garantias na apresentação da proposta e nas execuções de obras e serviços está presente no art. 31, III, e no art. 56, §§ 2º e 3º:

*“Art. 31. A documentação relativa à qualificação econômico-financeira limitar-se-á a:*

*(...)*

*III – garantia, nas mesmas modalidades e critérios previstos no “caput” e §1º do art. 56 desta Lei, limitada a 1% (um por cento) do valor estimado do objeto da contratação.”*

*“Art. 56 A critério da autoridade competente, em cada caso, e desde que prevista no instrumento convocatório, poderá ser exigida prestação de garantia nas contratações de obras, serviços e compras”.*

*(...)*

*§ 2º A garantia a que se refere o “caput” deste artigo não excederá a cinco por cento do valor do contrato e terá seu valor atualizado nas mesmas condições daquele, ressalvado o previsto no 3º deste artigo.*

*§ 3º Para obras, serviços e fornecimentos de grande vulto envolvendo alta complexidade técnica e riscos financeiros consideráveis, demonstrados através de parecer tecnicamente aprovado pela autoridade competente, o limite de garantia previsto no parágrafo anterior poderá ser elevado para até dez por cento do valor do contrato.”*

A definição do valor do contrato já foi examinada pelo TCU, por meio do Relatório da Unidade Técnica do TCU – SEFID, na Decisão nº 587/2001 do Tribunal, que destacou que a soma das receitas da concessionária durante o prazo da concessão resulta em valor muito maior que o valor hipotético do empreendimento, caso se fizesse uma avaliação similar à que é feita para estimar o valor de mercado dos ativos de empresas. Diante disso, o relatório considera que a utilização do critério estipulado no edital pode frustrar o caráter competitivo do certame licitatório.

De fato, as diferenças entre os valores dos investimentos e das receitas de cada lote de concessão, presentes nos estudos de viabilidade divulgados pela ANTT, podem ser vistas na tabela abaixo:

**Tabela 1 – Receita Bruta x Valor dos Investimentos de cada lote de concessão  
(VP a 12% a.a - em mil reais)**

	<b>RECEITA BRUTA</b>	<b>INVESTIMENTOS</b>
<b>LOTE 1</b>	764.144	274.570
<b>LOTE 2</b>	815.061	272.688
<b>LOTE 3</b>	576.854	201.033
<b>LOTE 4</b>	1.132.649	401.210
<b>LOTE 5</b>	2.117.425	701.057
<b>LOTE 6</b>	2.345.822	913.828
<b>LOTE 7</b>	1.834.058	648.197

Fonte: ANTT

Elaboração: COGTL/SEAE/MF

Dessa forma, no intuito de tornar o certame mais competitivo, a proposta da Unidade Técnica do TCU foi que se considerasse como valor do contrato a soma dos investimentos realizados durante todo o período da concessão, valor bem inferior às receitas estimadas, como podemos observar na tabela 1 acima. Tal proposta foi acatada pelo voto do Ministro-Relator, como pode ser visto a seguir:

*“O critério adotado nesse caso é o que melhor se presta a realizar os objetivos perseguidos pela Administração. Essa é a regra que tem de ser obedecida. O critério de valor do contrato de concessão de rodovias não tem de curvar-se à tradição ou à regra de tomar o valor do contrato como valor da receita auferida pelo contratado. Via de regra, o contratado é remunerado pela administração e o valor do contrato é o valor do bem ou do serviço que entrega para administração. O contrato de concessão de rodovias é totalmente diferente nesse aspecto. A remuneração é variável e provém dos usuários da rodovia. Como o valor do contrato é relevante para a exata determinação do valor do patrimônio líquido exigido dos licitantes, para garantir a capacidade econômico-financeira de executá-lo, e o objeto executado, que consome recursos financeiros, é justamente o volume de investimentos na rodovia, nada mais lógico seja esse o indicador do valor do contrato para fins de dimensionamento da garantia exigida.”<sup>4</sup>(grifos acrescentados)*

Em que pese a minuta de edital proposta da ANTT não apresente os valores de Patrimônio Líquido mínimos exigidos para cada lote (subitem c do item 2.30), bem como os montantes exigidos das Garantias de Proposta (item 2.54), o edital, no item 3.18, transcrito abaixo, prevê a vinculação do valor da Garantia de Execução do Contrato ao valor do contrato, o que, conforme visto, ressalta a importância de se definir um valor de contrato que não seja excessivo e não limite a concorrência:

*“3.18. Publicado o resultado da Licitação e até a data da celebração do Contrato de Concessão, a Concessionária deverá comprovar que constituiu, em favor da ANTT, como garantia do bom cumprimento das obrigações contratuais a serem assumidas, Garantia de Execução do Contrato, em caução no montante correspondente a \_\_\_\_\_% (.....) do valor do contrato, em valores correntes”.*

Diante das considerações mencionadas sobre o valor do contrato e no intuito de promover a concorrência no certame, cujo valor impactará o valor do patrimônio líquido mínimo exigido e das garantias de proposta e execução, recomenda-se, portanto, que o valor do contrato seja definido como a soma dos investimentos a serem realizados ao longo de todo o prazo da concessão.

## **2.2. Metodologia de cálculo do patrimônio líquido dos consórcios**

Assim como o item anterior, a definição sobre a metodologia de cálculo do patrimônio líquido dos consórcios possui grande relevância no grau de concorrência que se obtém com a licitação, pois também pode funcionar como barreira à entrada de competidores no processo licitatório.

---

<sup>4</sup> Tendo isso em vista, a decisão em tela determinou que o DNER redefinisse no edital o valor do contrato como sendo a soma dos investimentos realizados durante todo o período da concessão. Impende mencionar que, conforme disposto no art. 4º, inciso IV, alínea d, do Decreto nº. 4.128 de 13 de fevereiro de 2002, as atribuições referentes às licitações em andamento, até então conduzidas pelo DNER, foram transferidas à ANTT.

A minuta de edital apresentada pela ANTT, na Seção I, Dos Consórcios, item 1.26, versa o seguinte sobre a qualificação econômico-financeira do consórcio:

*“e) Para efeito de Qualificação Econômico-Financeira do Consórcio, o Patrimônio Líquido a ser considerado será o resultado do somatório dos produtos da multiplicação do Patrimônio Líquido de cada consorciado pelo percentual de sua respectiva participação na constituição do consórcio;”*

Podemos observar que a metodologia de cálculo do patrimônio líquido do Consórcio corresponde aos critérios de qualificação econômico-financeira dos consórcios adotados no Edital para concessão da exploração do 2º lote de rodovias federais elaborado pelo DNER, em 2000, como pode ser visto a seguir<sup>5</sup>:

*“No caso de consórcio, o patrimônio líquido será **calculado pela soma do Patrimônio Líquido de cada empresa licitante, multiplicado por seu percentual na associação.** O somatório dos produtos do Patrimônio Líquido de cada empresa no Consórcio deverá ser igual ou superior a R\$ 369.000.000,00 (trezentos e sessenta e nove milhões de reais). (grifo nosso).  
O acréscimo na exigência de Patrimônio Líquido, previsto no item anterior, não é aplicável para os Consórcios formados, em sua totalidade, por micro e pequenas empresas, assim definidas em lei.”*

Percebe-se que, segundo a interpretação do DNER, o patrimônio líquido exigido do consórcio deveria ser correspondente ao somatório da multiplicação do patrimônio líquido de cada consorciado pelo percentual de sua respectiva participação na constituição do consórcio, conforme expresso na equação (1) abaixo:

**(1)** PL consórcio = Somatório (PL de cada consorciado x Participação do consorciado no consórcio)

Nesse caso, se uma empresa participante em 20% de um consórcio possui patrimônio líquido de R\$ 200.000,00, ela somente poderá contribuir com R\$ 40.000,00 para a composição do consórcio (200.000 x 0,20 = 40.000).

Esta regra estabelecida para o cálculo do patrimônio líquido do consórcio foi questionada pela Decisão do TCU n.º 587/2001, que considerou a proposta do DNER em desacordo com o disposto no art. 33, inciso III, da Lei n.º 8666/93, o qual dispõe que:

*“Art. 33. Quando permitida na Licitação a participação de empresas em consórcio, observar-se-ão as seguintes normas:*

*(...)*

*III – apresentação dos documentos exigidos nos arts. 28 a 31 desta Lei por parte de cada consorciado, admitindo-se, para efeito de qualificação técnica, o somatório dos quantitativos de cada consorciado e, **para efeito de qualificação econômico-financeira, o somatório dos valores de cada consorciado, na proporção de sua respectiva participação,** podendo a Administração estabelecer, para o consórcio, um acréscimo de até 30% (trinta por cento) dos valores exigidos para licitante individual, inexistente este acréscimo para os consórcios compostos, em sua totalidade, por micro e pequenas empresas assim definidas em lei; (grifo nosso).”*

---

<sup>5</sup> Versão corrigida do Edital do DNER de 2000, incluindo erratas divulgadas até 30 de novembro de 2000.

A supracitada Decisão do TCU, contendo os posicionamentos da Unidade Técnica do TCU e do Ministro Relator, questionou a possibilidade de erro de interpretação por parte do inciso III acima, o qual admite, segundo o trecho grifado, para efeito de qualificação econômico-financeira, o somatório dos valores de cada consorciado, na proporção de sua respectiva participação. Para os representantes do TCU, o patrimônio líquido exigido do consórcio deveria ser, na verdade, equivalente à soma da participação de cada consorciado até o limite da sua participação, como pode ser visto na equação abaixo:

$$(2) \quad \text{PL consórcio} = \text{Somatório (PL total exigido do consórcio} \times \text{Participação do consorciado no consórcio)}$$

Nesse caso, tem-se que, caso o patrimônio líquido exigido do consórcio fosse de R\$ 1.000.000,00, o mesmo participante apresentado na equação (1), com participação no consórcio de 20% e patrimônio líquido de R\$ 200.000,00, poderia participar na composição geral do consórcio com a totalidade de seu patrimônio, i. e., R\$ 200.000,00 ( $1.000.000 \times 0,20 = 200.000 = \text{PL do consorciado}$ ).

Com o intuito de se corroborar para esse entendimento, tem-se o argumento em defesa da utilização da metodologia apresentada pela Unidade Técnica, contido no Voto do Ministro-Relator:

*“Nesse sentido, quando se fala em requisitos para a participação de consórcios na licitação, torna-se inadequado o critério para cálculo do patrimônio líquido previsto no item 71, alínea ‘d’ do edital. O que se espera é que cada consorciado, isoladamente, venha garantir patrimônio líquido igual ou superior ao patrimônio líquido individual exigido, na proporção de sua participação no consórcio. Exemplificando, se o patrimônio individual (i.e., de cada consórcio) exigido é de 1.000 unidades monetárias, um consorciado com 10% de participação deverá possuir um patrimônio mínimo de 100 unidades.”*

Segue ainda trecho do voto do Ministro Revisor, o qual também ilustra por meio de um exemplo numérico, a aplicação da metodologia de cálculo proposta pelo DNER:

*“A distorção se revela matematicamente, no tocante aos efeitos, por exemplo, na forma de cálculo do DNER, se uma empresa tem, individualmente, patrimônio líquido de R\$ 1.000.000,000 (um milhão de reais), com participação no consórcio no percentual de 10%, tomar-se-á seu patrimônio líquido como de apenas R\$ 100.000,00 (cem mil reais), ou seja, 10%, ou um décimo, de um milhão, que é o seu PL efetivo, já que sua participação no consórcio é de 10%. O objetivo da lei é estabelecer critério de proteção ao Erário, garantindo que o patrimônio líquido do participante seja igual ou superior ao mínimo, exigido para o consórcio, na medida de sua proporção, de sua participação. Assim, na hipótese de o exigido para a empresa licitante individual, ou para o consórcio de empresas, é um PL mínimo de R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais) e uma empresa participa do consórcio com 10%, o que se tem de garantir é que o patrimônio líquido de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) da empresa consorciada seja superior a 10% do exigido como PL mínimo - dois milhões de reais - exigido do consórcio, ou da empresa individual, ou seja, o patrimônio da empresa consorciada deve ser superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais). Pelo critério adotado pelo DNER, o PL dessa empresa, economicamente saudável e financeiramente capaz, seria de apenas R\$ 100.000,00, ou seja, 10% de seu PL efetivo de 1.000.000,00, e estaria ela alijada da disputa, embora o seu patrimônio líquido efetivo comporte, com larga folga, a responsabilidade que está a assumir.”*

*Nos termos do edital - apenas aparentemente de acordo com a Lei 8.666/93 - para um PL mínimo exigido de R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais), um consórcio formado por 10 empresas, cada uma com 10% de participação, só estaria qualificado se cada uma delas tivesse patrimônio líquido efetivo superior aos mesmos R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais). Isto exigiria que as dez empresas participantes do consórcio disponibilizassem o total de patrimônio líquido efetivo de, pelo menos, R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais). Ao mesmo tempo, encontrar-se-ia habilitada uma única empresa, a concorrer sozinha, com patrimônio líquido de R\$ 2.000.000,00. Na mesma hipótese, se das dez empresas participantes do consórcio, nove tivessem patrimônio líquido de 2 milhões e uma única tivesse o PL de um milhão e meio, este consórcio estaria automaticamente inabilitado, por não perfazer os critérios exigidos no edital. Ao passo que uma única empresa isolada, com PL de 2 milhões, estaria devidamente habilitada, o consórcio, com PL de 21,5 milhões, não, o que evidencia o despropósito e o restritivo do critério previsto no edital.”*

Portanto, verifica-se que a regra proposta pelo DNER demonstrou-se descabida diante do propósito de tornar o certame o mais competitivo possível, inviabilizando a qualificação econômica e financeira das empresas participantes de consórcios.

Dessa forma, recomenda-se que aos editais da 2ª Etapa do Programa de Concessão de Rodovias Federais seja incorporada a determinação constante da Decisão nº 587/2001, proferida pelo Plenário do TCU em 22 de agosto de 2001, a qual determina que seja adotada nos próximos editais de licitação a interpretação para a regra apresentada na equação (2) acima.

### **2.3. Reajuste e Revisão<sup>6</sup>**

Antes de se proceder à análise dos critérios de reajuste e de revisão apresentados nas minutas de edital e de contrato, faz-se necessário diferenciarmos os institutos jurídicos de revisão e de reajuste. Nesse sentido, tem-se que, o reajuste “consiste numa modalidade de indexação dos preços contratuais, submetendo-os a variação periódica e automática correspondente à flutuação de índices predeterminados”<sup>7</sup>. Dessa forma, busca-se, com o reajuste, preservar o valor das tarifas inicialmente estabelecidas em contrato, por meio de um índice que reflita a variação geral dos preços na economia. Trata-se, portanto, de mera atualização do valor da tarifa inicial. Não há discussão sobre a equação de equilíbrio do contrato, apenas um ajuste do valor cobrado, como resultado da evolução natural dos preços na economia. Índices de reajuste podem ainda ser utilizados como mecanismos de incentivo à eficiência, ao incorporarem fatores que reflitam a produtividade do setor.<sup>8</sup>

O reajustamento do contrato somente é permitido com a periodicidade mínima de um ano<sup>9</sup>, por força da Lei do Plano Real (Lei n.º 9.069, de 29 de junho de 1995), como disposto em seu art. 70:

*“Art. 70. A partir de 1º de julho de 1994, o reajuste e a revisão dos preços públicos e das tarifas de serviços públicos far-se-ão:*

---

<sup>6</sup> Esta seção, grosso modo, está baseada na seção 2 do Parecer Analítico sobre Regras Regulatórias n.º 001/2006 COGTL/SEAE/MF, de 26 de janeiro de 2006.

<sup>7</sup> JUSTEN FILHO, Marçal. *Teoria Geral das Concessões de Serviços Públicos*. São Paulo: Dialética, 2003, p. 403.

<sup>8</sup> Para maiores informações sobre índices de reajuste e mecanismos de incentivo à eficiência, ver o relatório “A regulação e Comportamento dos Preços Administrados” publicado em dezembro de 2005 por esta Secretaria.

<sup>9</sup> Alterações de tarifas com periodicidade inferior a um ano podem ser autorizadas pelo Ministro da Fazenda, conforme disposto no art. 1º do Decreto n.º 1.849/96.

*I - conforme atos, normas e critérios a serem fixados pelo Ministro da Fazenda;*  
*e*

*II - anualmente.*

*§ 1º O Poder Executivo poderá reduzir o prazo previsto no inciso II deste artigo.*

*§ 2º O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, à fixação dos níveis das tarifas para o serviço público de energia elétrica, reajuste e revisões de que trata a Lei nº 8.631, de 4 de março de 1993.”*

Ressalta-se que, enquanto no contrato administrativo comum é facultado à Administração inserir cláusula de reajuste, no contrato de concessão ou permissão, essa é uma cláusula essencial, por força do art. 23, IV, da Lei n.o 8.987/95.

A revisão, por sua vez, consiste na análise dos custos e receitas do concessionário/permissionário para que se averigüe eventual quebra de equilíbrio econômico-financeiro, podendo resultar em aumento ou diminuição da tarifa, conforme o resultado. Visa, portanto, a restaurar a equação de equilíbrio econômico-financeiro estabelecida pelas partes, porém defasada por circunstâncias intrínsecas ou extrínsecas ao negócio, extraordinárias ou não.

A revisão pode ser ordinária ou extraordinária. A primeira ocorre quando já prevista contratualmente ou na lei que regulamenta a relação jurídica, podendo ter uma data estabelecida ou ocorrer periodicamente. Trata-se de previsão para que sejam revistos determinados aspectos do contrato, de acordo com parâmetros geralmente pré-estabelecidos. Já a revisão extraordinária fundamenta-se na imprevisibilidade da ocorrência dos fatores que interferem no equilíbrio econômico-financeiro do contrato ou na necessidade de se alterar o contrato em razão de interesse público, sendo necessário, em ambos os casos, que se comprove o impacto da alteração contratual sobre o equilíbrio do contrato.

Observa-se ainda que a revisão pode ser benéfica tanto para o concessionário, quanto para o poder concedente. De fato, alterações contratuais podem gerar antecipações ou postergações de receitas esperadas, mudando a disposição do fluxo financeiro do concessionário, podendo resultar em desequilíbrio para o empresário ou para o poder concedente. Em razão disso, o processo de revisão contratual pode ocasionar aumento ou diminuição da tarifa cobrada com o intuito de se restabelecer o equilíbrio econômico-financeiro em prol da parte lesada.

A previsão legal para a revisão pode ser encontrada no art. 65, II, d, da Lei n.o 8.666/93:

*“Art. 65. Os contratos regidos por esta Lei poderão ser alterados, com as devidas justificativas, nos seguintes casos:*

*(...)*

*II - por acordo das partes:*

*(...)*

*d) para restabelecer a relação que as parte pactuaram inicialmente entre os encargos do contratado e a retribuição da Administração para a justa remuneração da obra, serviço ou fornecimento, objetivando a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro inicial do contrato, na hipótese de sobreviverem fatos imprevisíveis, ou previsíveis porém de conseqüências incalculáveis, retardadores ou impeditivos da execução do ajustado, ou ainda, em caso de força maior, caso fortuito ou fato do príncipe, configurando área econômica extraordinária e extracontratual.”*

A aplicação correta da revisão e do reajuste nos contratos de concessão e permissão é de suma importância para o poder concedente e para os usuários. Para evitar prejuízos à prestação de serviços à coletividade, deve-se buscar o constante aumento de eficiência na prestação de

serviços pela concessionária/permissionária, sem prejudicar o seu equilíbrio econômico-financeiro, e sem onerar excessivamente o usuário.

Posto isso, a seguir, discorreremos sobre os critérios de reajuste apresentados na minuta de edital divulgada pela ANTT.

### 2.3.1. Do Reajuste

Nesta seção, objetiva-se abordar os critérios de reajuste apresentados pela ANTT nas minutas de edital e de contrato, quais sejam: escolha do IPCA como índice de reajuste, periodicidade anual, ausência do fator de desconto e prazo para homologação do reajuste.

Preliminarmente, convém mencionar que a escolha do IPCA como índice de reajuste das tarifas de pedágio corresponde a um avanço notável em relação à metodologia de reajuste utilizada nos contratos da 1ª Etapa do Programa de Concessões. A fórmula de reajuste anterior baseava-se na variação ponderada dos índices relativos aos principais componentes de custos, dentre os quais podemos citar: índice de terraplanagem, índice de pavimentação, índice de obras de artes especiais e índice de serviços de consultoria.

A substituição dessa metodologia de reajuste por um índice no varejo mais simples e desvinculado dos custos realizados vem ao encontro da necessidade de se estimular a eficiência produtiva<sup>10</sup> do setor, pois a firma tem um incentivo para reduzir os custos de produção, na medida em que pode se apropriar dessa redução até o próximo período de revisão tarifária. Portanto, a adoção anterior de índices associados à evolução dos custos setoriais contraria o mecanismo de incentivo à eficiência presente na regulação tarifária por preço-teto.<sup>11</sup>

Quanto à periodicidade anual de reajuste, vale notar que está em conformidade com o disposto na Lei n.º 9.069/1995, citada na seção 2.3 deste Parecer Analítico e no item 5.33 da minuta de edital, transcrito abaixo:

*“5.33 A TBPI terá seu primeiro reajuste contratual na data do início da cobrança do pedágio e será reajustada, a cada ano, sempre na mesma data do início da cobrança do pedágio, sem prejuízo da possibilidade da redução desse prazo, desde que permitida ou não vedada na legislação aplicável, em particular a Lei nº 9.069, de 1995.”*

A Lei do Plano Real destaca em seu artigo 70 as regras de reajuste e de revisão dos preços públicos e das tarifas de serviços públicos, que far-se-ão conforme atos, normas e critérios a serem fixados pelo Ministro da Fazenda. Portanto, sugere-se que o item 1.2. Legislação, do Capítulo II, do Título I – Das Disposições Preliminares da minuta de edital e o item 1.3. Legislação, do Capítulo I – Disposições Gerais da minuta de contrato façam referência a essa Lei.

---

<sup>10</sup> Eficiência produtiva é a situação em que se escolhe o processo produtivo de menor custo possível dada a tecnologia disponível ou através de inovações tecnológicas.

<sup>11</sup> Conforme citado no texto “A Regulação e os Preços Administrados”, a regulação tarifária por preço-teto apresenta uma regra de reajuste baseado em um índice geral de preços, descontado de um fator de produtividade (fator X). As vantagens relacionadas a esse regime tarifário foram: (i) incentivo à eficiência produtiva, na medida em que possibilita que a redução de custos seja apropriada pela firma regulada no período entre as revisões tarifárias; (ii) redução do custo regulatório aos períodos revisionais; (iii) possibilidade de controle de preços somente daqueles serviços em que a empresa atua como monopolista. Os autores justificam a disseminação da regulação via -preço teto em relação à regulação por taxa interna de retorno, pois aquela regulação permite a transferência do risco de negócio à concessionária, possibilita a aplicação de limites máximos dos preços via cesta de bens ou serviços e utiliza dados projetados para a determinação do fator X, de forma a induzir os ganhos de produtividade.

Em relação ao fator de desconto, sugere-se que seja previsto no intuito de possibilitar o repasse dos ganhos hipotéticos de eficiência da firma ou do setor para os consumidores, por ocasião das revisões tarifárias.<sup>12</sup> Assim, estabelece-se uma meta para as empresas de transferências de ganhos de produtividade para os usuários. A complexidade envolvida no seu cálculo, o qual envolve a reavaliação dos ativos existentes, do custo de capital, das taxas de crescimento de produtividade e do plano de investimentos das concessionárias, ficará restrita aos períodos revisionais. Portanto, durante o hiato regulatório (período intermediário entre as revisões tarifárias) esse problema será mitigado.

Por fim, recomenda-se que seja previsto um prazo para que o poder concedente, ANTT, proceda à autorização do pedido de reajuste. Essa medida visa dar maior segurança jurídica à concessionária, a qual poderá se preparar tanto operacionalmente quanto financeiramente para a implementação do reajuste de tarifa.<sup>13</sup>

### 2.3.2. Da Revisão

Como visto na Seção 2.3., a revisão visa a restaurar a equação de equilíbrio econômico-financeiro estabelecida pelas partes, porém defasada por circunstâncias intrínsecas ou extrínsecas ao negócio, extraordinárias ou não. Para tanto, faz-se necessário determinar no contrato o parâmetro que será utilizado, a cada revisão tarifária, para se avaliar o equilíbrio econômico e financeiro do contrato.

Segundo o item 6.44, da Revisão Quinquenal, Capítulo VI – Cláusulas Econômico-Financeira, da minuta do contrato de concessão apresentada pela ANTT, a taxa interna de retorno não alavancada, **apresentada na proposta comercial**, será utilizada na revisão tarifária, como parâmetro para a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro do Contrato.

A ANTT divulgou a metodologia de cálculo das taxas internas de retorno dos estudos de viabilidade, por meio da Nota Técnica n.º 01/006/AP-34/ANTT, de 6 de fevereiro de 2006, tendo considerado o modelo financeiro *Capital Asset Pricing Model* – CAPM, em combinação com o *Weighted Average Cost of Capital* – WACC (Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC)..

Vale notar que a aplicação dessa metodologia nos estudos de viabilidade, disponibilizados pela ANTT, por ocasião da Audiência Pública n.º 034/2006, apresentam taxas internas de retorno não alavancadas de 15,08%, taxas bem inferiores às taxas inicialmente apresentadas pelo Ministério dos Transportes, que variavam em torno de 18% e 19%. Essas taxas são meramente indicativas e correspondem a taxas internas de retorno de referência para a definição das tarifas de pedágios máximas admitidas na elaboração das propostas comerciais pelos licitantes. Apesar de os estudos de viabilidade serem divulgados previamente à fase de apresentação de propostas, durante o processo licitatório, não existe a obrigatoriedade por parte dos licitantes de utilizarem os valores apresentados nos referidos estudos.

---

<sup>12</sup> Vale a pena reter que, como parte dos ganhos esperados de eficiência são repassados aos consumidores, via o fator de compensação (fator X), os preços no regime de preço-teto, teoricamente, seriam menores do que os preços no regime de taxa interna de retorno. Ver Beesley, M. E, e Littlechild, S.C. (1989, p. 456).

<sup>13</sup> A título ilustrativo de prazo para a manifestação do poder concedente, convém citar o § 1º, art. 5º, da Lei n.º 11.079, de 30 de dezembro de 2004, que institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública, o qual prevê que as cláusulas contratuais de atualização automática de valores baseadas em índices e fórmulas matemáticas, quando houver, serão aplicadas sem necessidade de homologação pela Administração Pública, exceto se esta publicar, na imprensa oficial, onde houver, até o prazo de 15 (quinze) dias após apresentação da fatura, razões fundamentadas nesta Lei ou no contrato para a rejeição da atualização.

O modelo de regulação adotado baseia-se no regime de preços máximos sobre as tarifas (*price cap*), diferentemente do modelo adotado nas concessões da 1ª Etapa do Programa de Concessões, que adota um modelo híbrido, assegurando taxa de remuneração ao longo do contrato. No regime de regulação por incentivos, a remuneração do capital investido na prestação do serviço não é pré-determinada (como no regime de custo de serviço), mas pode ser acrescida como resultado de redução de custos de operação, uma vez que os contratos prevêem mecanismos que procuram fazer as tarifas permanecerem constantes em termos reais. Portanto, essa possibilidade de aumento dos lucros auferidos pela concessionária, motivada pela redução dos custos, cria mecanismos de incentivo à eficiência, cujos ganhos poderiam ser compartilhados com o consumidor a cada revisão tarifária.

Tece-se a seguir considerações sobre algumas cláusulas relacionadas à revisão tarifária.

**a) item 5.10 da minuta de edital**

Em relação aos editais da 1ª Etapa do Programa de Concessão de Rodovias Federais, vale notar que a inclusão da cláusula 5.10, transcrita abaixo, corresponde a um avanço, na medida em que transfere à concessionária o risco associado à determinação dos quantitativos para a execução das obras e dos serviços previstos no PER, de modo a não ensejar a necessidade de revisão tarifária.

*“5.10. Cabe à Licitante, com base em seus próprios critérios de dimensionamento, a responsabilidade exclusiva na determinação dos quantitativos para execução das obras e serviços de engenharia previstos no PER, observados os parâmetros de qualidade previstos e nas normas técnicas do DNIT ou outras que vierem a ser editadas.”*

**b) item 5.40 da minuta de edital**

Convém refletir sobre a definição de reajuste utilizada no item 5.40, o qual estabelece que a Tarifa Básica de Pedágio será alterada pelas regras de reajuste e de revisão, com a finalidade de assegurar a preservação do inicial equilíbrio econômico-financeiro do contrato. Conforme mencionado neste Parecer Analítico, o reajuste visa à mera atualização do valor da tarifa inicial e, portanto, não está relacionado à manutenção do inicial equilíbrio econômico-financeiro do contrato. Dessa forma, sugere-se que o item 5.40 não faça referência ao instituto jurídico do reajuste, de forma a promover a sua correta aplicação.

**c) item 5.41 da minuta de edital**

O item 5.41 destaca os casos de revisão de tarifa. De acordo com sua redação, *“qualquer alteração nos encargos da Concessionária pode importar na revisão do valor da Tarifa Básica do Pedágio, para mais ou para menos, conforme estabelecido no edital.”*

Não sendo discriminado qual encargo que possa ser objeto de revisão, tanto para mais quanto para menos, isso poderá resultar em aumento de tarifa em caso de responsabilidade exclusiva da concessionária. Por exemplo, pode-se citar estimativas de custos incorretas, estimativas de obras incorretas, problemas geológicos em novos trechos construídos pelo setor privado ou atrasos causados por demora na obtenção de licenças e autorizações.

Dessa forma, sugere-se a exclusão do item 5.41 do Edital, devido à possibilidade de conflito de interpretação e conseqüente aplicabilidade com demais cláusulas e com

regulamentação da ANTT que tratam dos parâmetros que serão considerados nas revisões tarifárias.

#### **d) item 5.46 da minuta de edital**

Objetivando dar maior efetividade ao instituto da revisão quinquenal, sugere-se a alteração da sua definição presente no item 5.46 da minuta do edital, pois a definição proposta pela ANTT, transcrita abaixo, apresenta o foco somente nos programas do PER.

*“Da Revisão Quinquenal*

*5.46 Revisão Quinquenal é a revisão a ser realizada a cada cinco anos, com intuito de reavaliar o PER em relação a sua compatibilidade com as reais necessidades advindas da dinâmica da Rodovia, nos termos de regulamentação da ANTT.”*

Destarte, a sugestão de nova redação para o conceito de revisão quinquenal é a seguinte:

*“Revisão Quinquenal é a revisão a ser realizada a cada cinco anos, com intuito de reavaliar o PER em relação a sua compatibilidade com as reais necessidades advindas da dinâmica da Rodovia, nos termos de regulamentação da ANTT, bem como promover a recomposição do equilíbrio econômico e financeiro, conforme parâmetro previsto em contrato.”*

#### **e) item 6.39 da minuta do contrato**

Segue abaixo a transcrição do item 6.39 da minuta de contrato, que trata do processo de revisão do equilíbrio econômico e financeiro, mediante solicitação da concessionária, a qual poderá indicar alternativas de revisão:

*“O processo de revisão do equilíbrio econômico-financeiro do Contrato, quando solicitado pela Concessionária, terá início mediante requerimento dirigido por ela ao Diretor-Geral da ANTT, indicando alternativa(s) de revisão e acompanhado de "Relatório Técnico" ou "Laudo Pericial" que demonstre o impacto ou a repercussão de qualquer das ocorrências referidas no item.”*

Como as alternativas aceitas pela ANTT à revisão da tarifa de pedágio se restringem à alteração do PER, conforme estabelecido na Resolução n.º 1.187/2005 ANTT, recomenda-se que seja feita referência à regulamentação da ANTT que especifica essa alternativa aceita pela Agência. Essa sugestão visa evitar a confusão com as alternativas de revisão previstas em outros contratos de concessão de rodovias. Como exemplo, pode-se citar a alternativa presente nos editais de São Paulo que prevê a possibilidade de prorrogação ou redução do prazo da concessão, como modalidade alternativa de recomposição do equilíbrio econômico e financeiro do contrato.

Assim, sugere-se a seguinte redação para o item 6.39:

*“O processo de revisão do equilíbrio econômico-financeiro do Contrato, quando solicitado pela Concessionária, terá início mediante requerimento dirigido por ela ao Diretor-Geral da ANTT, sendo facultado à Concessionária a indicação de alternativa(s) de alteração do PER, conforme regulamentação da ANTT, e acompanhado de "Relatório Técnico" ou "Laudo Pericial" que demonstre o impacto ou a repercussão de qualquer das ocorrências referidas no item.”*

## 2.4. Negociação de participação em consórcios

Os itens 1.26 c) e 3.38 vedam a negociação das ações do Grupo Controlador a partir da entrega do envelope de habilitação até dois anos após a assinatura do Contrato de Concessão mas dispõem expressamente que *“Todas as demais ações da companhia poderão ser negociadas livremente.”*

Dessa forma, o edital estaria permitindo expressamente a negociação das ações não pertencentes ao Grupo Controlador no período compreendido entre a entrega do envelope da habilitação e a assinatura do Contrato de Concessão. Entende-se que tal mandamento constitui uma lacuna que possibilitaria a tentativa de burla do processo licitatório, uma vez que, salvo melhor interpretação, poderia cancelar a entrada, antes da assinatura do contrato, de novos consorciados, não participantes da fase de habilitação. Ou seja, um consórcio seria habilitado e outro poderia, em tese, assinar o Contrato de Concessão.

Por outro lado, o item 3.1.da minuta de edital determina que a composição acionária da Sociedade de Propósito Específico -SPE deverá ser submetida à aprovação da ANTT antes da assinatura do contrato, análise esta que mitigaria o êxito das referidas possíveis tentativas de burla. Mas não seria suficiente para evitar acontecimentos indesejáveis, tais como, demandas judiciais e no limite, até mesmo a anulação do certame licitatório.

Do exposto, sugere-se as seguintes alterações:

i) a redação apresentada na minuta de edital para o item 1.26 c), *in verbis*:

*“1.26 c) indicação das pessoas jurídicas responsáveis pela titularidade do controle efetivo da Concessionária e que irão integrar o Grupo Controlador, especificando as quantidades de ações ordinárias de cada participante, vinculadas à formação do Grupo Controlador. Esta composição do **Grupo Controlador** não poderá ser alterada a partir da entrega do envelope de Habilitação, sendo vedada a transferência destas ações e dos respectivos direitos, inclusive entre os participantes do Grupo Controlador, até dois anos após a assinatura do Contrato de Concessão (grifo nosso).”*

deve ser modificada para:

*“1.26 c) indicação das pessoas jurídicas responsáveis pela titularidade do controle efetivo da Concessionária e que irão integrar o Grupo Controlador, especificando as quantidades de ações ordinárias de cada participante, vinculadas à formação do Grupo Controlador. **A** composição do **CONSÓRCIO** não poderá ser alterada a partir da entrega do envelope de Habilitação, sendo vedada a transferência destas ações e dos respectivos direitos, inclusive entre os participantes, até dois anos após a assinatura do Contrato de Concessão.”*

ii) seja suprimida a frase *“Todas as demais ações da companhia poderão ser negociadas livremente”* da redação do item 3.38.

## 2.5. Alteração da redação do item 1.9

O item 1.9, alínea a, determina que o futuro contrato poderá ser alterado de forma unilateral. Entendeu esta Secretaria que seria pertinente a inclusão na redação *“conforme disposto no item 1.5”* ao final desta alínea, uma vez este item destaca o regime jurídico do contrato,

conferindo a ANTT a prerrogativa de alteração unilateral, regulação, fiscalização, aplicação de sanções, rescisão e alterações em cláusulas de reajuste e revisão.

## 2.6. Alteração do item 14.21 da minuta de contrato

O item 14.21 prevê a possibilidade de execução de obras de ampliação com recursos da União, dos Estados ou dos Municípios, com a seguinte redação:

*“14.21. Sem prejuízo das disposições deste Contrato, durante o período de Concessão, com o objetivo de não pressionar o valor das tarifas e preservar o equilíbrio econômico-financeiro deste Contrato, obras de ampliação de capacidade, acessos, trevos, passagens superiores ou inferiores e passarelas poderão ser executadas com recursos da União, dos Estados ou dos Municípios interessados.”*

Esta Secretaria enviou consulta à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional sobre a possibilidade jurídica desse item. Em resposta, por meio do Parecer PGFN/CJU n.º 307/2006, a PGFN sugere, caso a intenção seja se referir a obras de acréscimo ao contido no Programa de Exploração da Rodovia – PER, decorrente de necessidade superveniente, a inclusão da expressão **não previstas no PER** entre as palavras **obras** e **de ampliação** e a inclusão da expressão **em ação coordenada pelo Poder Concedente**, entre vírgulas, entre as palavras **executadas** e **com recursos**.

Em consonância com a proposta de alteração do item 14.21 da minuta do contrato, sugeriu a alteração do item 5.5 da minuta do Edital, conforme a seguinte redação:

*“5.5 A execução de qualquer serviço ou obra não prevista no PER, **ressalvado o exercício da faculdade de o Poder Concedente executá-los com recursos da União, dos Estados ou dos Municípios interessados**, será de inteira responsabilidade da Concessionária, não cabendo neste caso qualquer pleito de reequilíbrio econômico-financeiro da Concessão.”*

## 2.7. Limitação à participação dos fundos de pensão

O item 1.24 da minuta de edital prevê uma limitação de 30% (trinta por cento) na participação no total das ações ordinárias no capital da SPE, conforme redação abaixo:

*“1.24 O somatório da participação dos fundos de pensão das entidades estatais não poderá ultrapassar 30% (trinta por cento) do total das ações ordinárias do capital da sociedade de propósitos específicos a ser constituída.”*

Vale notar que o Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução n.º 3.121, de 2003, dispõe sobre as diretrizes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. Após análise do art.21 em conjunto com o disposto na alínea b, inciso II, do artigo 26, transcritos abaixo, podemos verificar que os investimentos em ações de emissão de sociedades de propósito específico ficam limitados a 25% (vinte e cinco por cento) do projeto.

*“Art. 21. Incluem-se na carteira de participações as ações e as debêntures de emissão de sociedades de propósito específico constituídas com a finalidade de viabilizar o financiamento de projetos, as quotas de fundos de investimento em empresas emergentes e as quotas de fundos de investimento*

*em participações, nos termos da regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no art. 25, inciso III.*

*(...)*

*Art. 26. Adicionalmente aos limites estabelecidos no art. 25:*

*II - no caso dos investimentos incluídos na carteira de participações (art. 21):*

*b) o total da participação da entidade em um mesmo projeto financiado por sociedade de propósito específico ou de suas aplicações em um mesmo fundo de investimento não pode exceder:*

*1. 25% (vinte e cinco por cento) do projeto ou do patrimônio líquido do fundo, em se tratando das inversões da própria entidade;”*

Apesar de a limitação prevista na minuta de edital ser aplicada ao somatório da participação dos fundos de pensão das entidades estatais, enquanto a regulamentação do Conselho Monetário Nacional faz referência aos investimentos da entidade fechada de previdência complementar isoladamente, consideramos oportuna a adequação da limitação do edital ao limite imposto na Resolução do CMN, haja vista que não se propõe a formação de um *pool* de fundos de pensão na formação do consórcio.

## **2.8. Modalidades de garantia do contrato**

O item 3.20, d, do edital menciona as modalidades de garantia de execução do contrato. A redação do referido item dispõe que a caução, a critério da concessionária, poderá ser prestada numa das seguintes modalidades: a) dinheiro; b) títulos da dívida pública; c) fiança-bancária; d) seguro-garantia.

Seguindo o posicionamento de algumas legislações que utilizam modalidades de garantia de execução contratual, a redação do item menciona a aplicação de apenas uma modalidade de garantia, sendo verificado pela interpretação objetiva do edital.

Todavia, o que se vê na prática seria a utilização de mais de uma modalidade até ser atingido o montante total da garantia, quando convencionado pelas partes.

Assim sendo, entendemos que poderia ocorrer uma maior concorrência no certame caso fosse liberada a utilização de todas as modalidades, em conjunto, até que satisfaça o montante de porcentagem total da garantia (acessória ao contrato principal, salvo melhor juízo, o contrato administrativo).

Sugere-se a alteração da redação do item passando a ser adotado a seguinte forma:

*“3.20 A caução, a critério da concessionária, poderá ser prestada nas seguintes modalidades: a) dinheiro; b) títulos da dívida pública; c) fiança-bancária; d) seguro-garantia. Parágrafo único. Poderão ser utilizadas pela Concessionária todas as modalidades acima descritas, separadas ou em conjunto, até que satisfaça o montante total da garantia para a execução contratual.”*

No mesmo sentido, deve ser alterado o Item 5.2 da Minuta de Contrato, que determina a utilização das modalidades de garantia. Seguindo a leitura da cláusula, a garantia de execução do contrato, a critério da concessionária, poderá ser prestada em uma das seguintes modalidades: a) dinheiro; b) títulos da dívida pública; c) fiança-bancária; d) seguro-fiança.

Seguindo o entendimento de sugestão de alteração do item 3.20 do Edital, sugere-se a alteração da redação do item 5.2 da minuta do contrato, no sentido de serem aplicadas tantas

modalidades de garantia até que se complete o montante de garantia da execução do contrato, passando a vigorar a seguinte redação:

*“A garantia de execução do contrato, a critério da concessionária, poderá ser prestada nas seguintes modalidades: a) dinheiro; b) títulos da dívida pública; c) fiança-bancária; d) seguro-fiança. Parágrafo único. Poderão ser utilizadas pela Concessionária todas as modalidades acima descritas, separadas ou em conjunto, até que satisfaça o montante total da garantia para a execução contratual.”*

### **3. Considerações Finais**

Como vimos, as minutas de edital e de contrato representaram um avanço em relação aos contratos vigentes do 1º Lote do Programa de Concessões de Rodovias Federais, na medida em que foi definida uma metodologia de cálculo para a taxa interna de retorno que será utilizada como referência para a apresentação de propostas das concessões, foi adotado o IPCA como índice de reajuste das tarifas de pedágio e foi alocado à concessionária o risco associado na determinação dos quantitativos para execução das obras e serviços de engenharia previstos no PER.

Complementando as minutas de edital e de contrato apresentadas pela Agência, no intuito de contribuir para a promoção da concorrência no processo licitatório e para o aprimoramento da definição das regras do setor, esta Secretaria apresenta algumas recomendações. Dentre as principais recomendações, descreveremos as seguintes:

- definição do valor do contrato em função da soma dos investimentos realizados durante todo o período da concessão;
- exigência do patrimônio líquido de cada integrante do consórcio equivalente à sua participação no consórcio multiplicada pelo patrimônio líquido total exigido do consórcio, conforme Decisão do TCU;
- previsão do fator de desconto, por ocasião das revisões tarifárias, no intuito de possibilitar o repasse de ganhos hipotéticos de eficiência da firma ou setor para os consumidores.

Além das principais sugestões supracitadas, esta Secretaria apresenta recomendações complementares:

- retirada da menção ao instituto jurídico do reajuste no item 5.40 da minuta de edital, dado que se refere à preservação do equilíbrio econômico e financeiro do contrato;
- exclusão do item 5.41 da minuta de edital;
- alteração da definição da revisão quinquenal, de modo a ampliar o escopo da revisão além da revisão do PER para a promoção da recomposição do equilíbrio econômico e financeiro do contrato;
- alteração do item 6.39 da minuta do contrato, de modo a fazer menção à regulamentação da ANTT e explicitar a alternativa aceita pela ANTT, de alteração do PER, à revisão da tarifa de pedágio;

- postergação do prazo para a negociação das ações do Consórcio para dois anos após a assinatura do contrato;
- alteração do item 1.9 da minuta do contrato;
- adequação redacional do item 14.21 para a limitação da possibilidade de execução de obras de ampliação com recursos da União, dos Estados ou dos Municípios às obras não previstas no PER;
- adequação do limite de participação do fundos de pensão à regulamentação do CMN

À consideração superior.

DOROTHY HUGUENEY. ROMERO  
Assistente Técnica

JOÃO GUILHERME DE L. ASSAFIM  
Assistente Técnico

CHRISTIANE M. DE O. BARBOSA  
Assessora Técnica

MARCELO PACHECO DOS GUARANYNS  
Coordenador-Geral de Transportes e Logística

De acordo.

MARCELO BARBOSA SAINTIVE  
Secretário-Adjunto

HELICIO TOKESHI  
Secretário de Acompanhamento Econômico