

**CENTRO DE ARBITRAGEM E MEDIAÇÃO DA CÂMARA DE COMÉRCIO
BRASIL-CANADÁ**
PROCEDIMENTO ARBITRAL Nº 82/2020/SEC7

REQUERENTE:

CONCESSIONÁRIA DO MONOTRILHO LINHA 18 BRONZE S.A. (“VemABC”
ou “CONCESSIONÁRIA”)

REQUERIDAS:

ESTADO DE SÃO PAULO (“Estado” ou “Poder Concedente”)

**RESPOSTAS ÀS SOLICITAÇÕES DE
ESCLARECIMENTOS DA REQUERENTE SOBRE O
LAUDO PERICIAL**

PERITO:

VALLYA ADVISORS ASSESSORIA FINANCEIRA LTDA

Emitido em 10 de abril de 2023

Sumário

INTRODUÇÃO	3
I. DANOS EMERGENTES.....	3
II. LUCROS CESSANTES	5
III. PERDA DE CHANCE	9
IV. PERDAS E DANOS TOTAIS	11
CONCLUSÕES	12
ENCERRAMENTO	14

INTRODUÇÃO

No âmbito do Procedimento Arbitral nº 82/2020/SEC7, conduzido no Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá, após a produção do Laudo Pericial realizado pela equipe pericial da Vallya, as partes se manifestaram quanto à pedidos de esclarecimentos e críticas ao documento produzido.

Com isso, o presente documento busca esclarecer os temas abordados pelo assistente técnico da Requerida, tendo como referência o Laudo Pericial emitido. As contribuições pelos assistentes técnicos do Requerente e da Requerida com vistas a melhorar o entendimento do Laudo Pericial, assim como eventuais correções e ajustes serão compatibilizados e incorporadas ao Laudo Pericial definitivo a ser encaminhado ao Tribunal Arbitral.

As respostas aos esclarecimentos serão dadas tendo como objeto o caso em análise e não devem ser adotadas e/ou interpretadas como recomendações gerais, ou mesmo como desenvolvimento de teses teóricas.

I. DANOS EMERGENTES

1. Solicita-se, portanto, que a equipe pericial realize a revisão necessária nas quantificações de danos emergentes, desconsiderando a dedução dos valores associados a receitas financeiras

R: Os “Danos Emergentes” são calculados e estimados com base no prejuízo efetivamente incorrido, que no caso é representado pelo prejuízo contábil da concessionária – resultado obtido após serem consideradas todas as receitas e despesas do período até a extinção do contrato.

Portanto, os aspectos contábeis devem ser considerados na apuração do prejuízo do exercício, e, desta forma as receitas financeiras da companhia compõe o seu prejuízo, visto que foram geradas pelo caixa disponível proveniente da obrigação contratual de aporte do capital mínimo do acionista, ou seja, é decorrente das condições do próprio negócio.

Ainda assim, o saldo de caixa provenientes de atividades operacionais e pré-operacionais, financiamentos ou aporte acionista, que venha a contribuir para o resultado da companhia deve ser considerado. No caso em tela, o saldo de caixa é decorrente de uma obrigação contratual que se estendeu pelo período pré-operacional.

Entendemos ser correto afirmar que o resultado da atividade econômica no período anterior à extinção do contrato deve incluir receitas e despesas, mas sim o conjunto de todas as atividades da companhia, sejam elas operacionais ou não.

Assim, conforme o art. 402 do código civil, buscando seguir especialmente os princípios da equidade e razoabilidade, deve-se utilizar a mensuração dos prejuízos efetivamente incorridos que são representados pelos prejuízos totais apurados nas demonstrações financeiras. Salientando ainda que as disponibilidades financeiras para a concessão são advindas de uma obrigação de garantia do capital mínimo, com origem contratual, e uma vez aportado soma-se à disponibilidade da SPE, e não se confunde com compensação de prejuízos.

2. Solicita-se, portanto, que a equipe pericial realize a revisão necessária nas quantificações de danos emergentes, desconsiderando a dedução dos valores associados aos impostos diferidos.

R: O valor apresentado não está sendo subestimado, visto que, a decisão de registrar o diferimento para aproveitamento do benefício fiscal gerado, e o seu enquadramento da regra fiscal de compensação, foi uma decisão discricionária da empresa refletido nas demonstrações financeiras.

No caso em tela, o lançamento do imposto diferido nos exercícios de 2014 a 2018 foi realizado enquanto existia expectativa de compensação futura, reduzindo o prejuízo nesse período. Em 2019, o imposto diferido foi integralmente revertido, e lançado a prejuízos acumulados, uma vez que se frustrou a expectativa de compensação futura, gerando um efeito de apropriação do prejuízo no tempo, que a rigor foi decisão da concessionária.

Conclui-se, portanto, que os efeitos da apropriação do benefício da compensação fiscal, entre o momento do lançamento do diferimento e sua reversão, fazem parte das demonstrações financeiras e são parte do prejuízo apurado em cada exercício individualmente.

As demonstrações financeiras não estão sujeitas a qualquer correção monetária em seus saldos, assim a eventual desconsideração da rubrica de imposto diferido conforme sugerido pelo Requerente, significa na prática a correção monetária a partir de 2014 das parcelas do prejuízo reconhecidas pela Concessionária somente em 2019 quando de sua reversão. Desta forma, entendemos que as demonstrações financeiras em cada exercício representam o prejuízo a ser reparado na estimativa de Danos Emergentes, não devendo

sofrer qualquer alteração para sua apuração, sob o risco de descaracterizar seu histórico devidamente demonstrado e auditado.

II. LUCROS CESSANTES

3. **Solicita-se, portanto, que a equipe pericial realize a revisão necessária da metodologia de cálculo da indenização por lucros cessantes, excluindo a ponderação pela parcela do capital integralizado.**

R: Como a motivação da extinção do contrato foi uma decisão unilateral e em uma fase extremamente precoce do contrato, ainda sem a mobilização integral seja dos ativos humanos, tecnológicos ou financeiros, tem-se que a expectativa que a concessionária possuía até esse momento é proporcional ao capital empregado.

Entende-se que o esperado no momento da assinatura do contrato era o cumprimento na integralidade das obrigações das partes, entretanto, em casos excepcionais em que se calculam os “Lucros Cessantes”, o código civil pressupõe no art. 402 o princípio da proporcionalidade. Dessa forma, não é razoável considerar o esforço financeiro, humano e tecnológico que não foi alcançado até o momento da extinção do contrato.

Adicionalmente, devemos lembrar que a perda da chance considera o capital subscrito e não integralização pelos acionistas que foi abordada em outro capítulo. Assim, as parcelas calculadas (Lucros Cessantes, Perda de Chance e Danos Emergentes) devem ser analisadas de forma individualizada e decidido pelos I. Árbitros do Tribunal para que representem fielmente o valor da indenização.

4. **Solicita-se, portanto, que a equipe pericial realize a revisão necessária na apuração do custo de capital próprio utilizado para cálculo dos lucros cessantes, adotando os rendimentos líquidos dos títulos americanos como taxa livre de risco e a taxa de prêmio pelo risco da a série ERP/FGV**

R: Esclarecemos que o ERP utilizado no Laudo Pericial foi calculado pela equipe do Prof. Antonio Zoratto Sanvicente e Maurício Rocha Carvalho da F.G.V. e se destina ao **mercado brasileiro**, e foi calculado com preços de ações brasileiras convertidos em dólares americanos.

A estimação da Taxa de Retorno Esperado de Mercado $E(R_{m,t})$ utiliza a metodologia de cálculo de retorno implícito, considerando a cotações das ações convertidas em dólares americanos, e correlaciona aos dividendos distribuídos e à expectativa de dividendos

futuros (g). Essa expectativa de crescimento é estimada utilizando-se o Retorno sobre Equity (ROE) e o percentual de lucros distribuídos (payout) da série observada. Logo, essa metodologia se mostra mais robusta ao analisar não o ERP histórico, mas a expectativa de Prêmio de Risco frente a fluxos de caixa projetados.

Após o cálculo do Retorno de Mercado é estimado o Prêmio de Risco do Mercado por meio da subtração da taxa livre de risco, considerando como proxy o prêmio de juros (yield) dos ativos emitidos pelo Tesouro Americano em dólar (T-Bond) com prazo de 10 anos.

Reforça-se que a utilização do T-Bond 10y como referência de taxa livre de risco para a estimativa do Prêmio de Risco de Mercado – ERP, é coerente com uma licitação como foi a da Linha 18, onde o investidor tem como opção ativos livres de risco no mercado global, especialmente no mercado americano por meio dos T-Bond, sendo essa a melhor referência para tomada de decisão de investidores globais.

Essa escolha se justifica devido à forte correlação das variáveis macroeconômicas fundamentais da economia brasileira com outras variáveis macroeconômicas internacionais, ou seja, o mercado brasileiro é fortemente correlacionado com o mercado global, em especial o americano. Observa-se a rápida resposta do nosso mercado, como a taxa de câmbio, a volatilidade do mercado de capitais brasileiro, o volume negociado no mercado brasileiro, a taxa de juros básica, o prêmio de liquidez do mercado, o risco país do Brasil e o volume negociado no mercado de ações americano.

Um projeto no Brasil tem que garantir um Prêmio de Risco suficiente para atrair o capital em comparação com o prêmio pago em mercados internacionais. Logo a comparação de atratividade, pode e deve ser feita com mercados mais estáveis e o T-Bond é um bom proxy, pois reflete o nível de liquidez e preços americanos (US equity price, US liquidit premium).

Colacionamos abaixo a conclusão do artigo para discussão produzido pelo Prof. Sanvicente que explicita a vantagem do cálculo implícito do ERP e justifica os resultados de Prêmio de Risco, justamente devido a dois fatores principais: (i) risco país e, (ii) taxa básica de juros.

“Na tentativa de modelar o mercado brasileiro, deve-se olhar para essas quatro variáveis [risco país, taxa de juros, prêmio de liquidez e preço das ações] para uma explicação do nosso prêmio de risco do capital. Os investidores tendem a exigir taxas de retorno mais altas para investir em ações no Brasil do que para investir nos EUA. As razões para isso incluem o nível mais alto das taxas de juros locais e o maior risco soberano. Essas explicações combinadas mostram porque o mercado brasileiro é mais

complexo e arriscado, induzindo investidores racionais a exigir taxas de retorno esperadas mais altas.”

Fonte: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17097>

Para verificação da aplicabilidade proposta sugerida pela Requerida em utilizar o T-Bond 10y como taxa livre de risco no cálculo do Custo do Capital Próprio – K_e , consultamos a FGV através do Prof. Sanvicente, autor da metodologia e desenvolvedor do método, que confirmou que para a aplicação do ERP conforme a metodologia apresentada considera o T-Bond, para o mercado brasileiro com resultado em dólares:

$$K_e = r_f + \beta \times ERP$$

Sendo:

r_f = taxa livre de risco (T – Bond 10y) convertido em reais

β = β realavancado do setor no Brasil

$ERP = E(R_m) - r_f$

Ressalvamos, entretanto, que o resultado deve ser convertido para reais no Brasil, mantendo a base metodológica para o cálculo da taxa livre de risco, conforme artigo do Prof. Sanvicente, colacionado abaixo:

“Por sua vez, a taxa livre de risco é obtida a partir das cotações correntes das notas do Tesouro dos Estados Unidos. Como esses instrumentos pagam seus rendimentos em dólares americanos, convertemos os dados do mercado local usando o indicador entre o Real brasileiro / EUA dólar em cada ponto no tempo.”(sublinhado nosso)

Fonte: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17097>

Verificamos a utilização do T-Bond Yield de 10 anos para o período de 5 anos anteriores a julho de 2014 (data da licitação), conforme as demais variáveis para estimação do K_e , sendo o resultado convertido em reais utilizando a relação entre os indicadores oficiais de inflação média do IPCA brasileiro e o CPI americano no mesmo período, conforme resultado abaixo:

Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (real)	T-Bond Yield USD	T-Bond Yield (convertido R\$)	NTN-B 2035 (R\$)
Taxa Livre de Risco	0,49% ¹	4,27% ²	5,71%
Beta Desalavancado	0,43*	0,43*	0,43*
Dívida / capital próprio	157,75%	157,75%	157,75%
Beta Alavancado	0,88	0,88	0,88
Prêmio pelo Risco de Mercado Maduro	9,32%	9,32%	9,32%
Prêmio pelo Risco	8,18%	8,18%	8,18%
Custo do Capital Próprio	8,67%	12,45%	13,89%
Inflação Brasileira	5,72% ³		
Inflação Americana	1,90% ⁴		
Custo do Capital Próprio (R\$)	12,75%	12,45%	13,89%

(*) o cálculo do Beta deverá ser revisado em virtude do pedido de esclarecimento da Requerida – foi mantido o mesmo para efeito de comparação.

Comparando com o Custo do Capital Próprio calculado por meio da NTN-B 2035 anteriormente apresentado no valor de 13,89%, chegamos a uma diferença de 92bp.

Podemos ainda converter os retornos reais do T-Bond 10y ano a ano de dólar para reais, sendo que o resultado é de 12,66%, onde a diferença é de 123bp.

Finalmente, o impacto no resultado do cálculo da indenização na data-base julho de 2014 é de 1,4%.

Ressalta-se que a Requerente em seu contra laudo sugere a adoção do T-Bond yield para taxa livre de risco, entretanto, deixou de realizar a conversão do Custo de Capital de dólar americanos para real brasileiro.

No que tange a utilização do título NTN-B líquido de impostos, não é o caso, uma vez que deixamos de adotar tal referência.

¹ Fonte: <https://home.treasury.gov/data/treasury-coupon-issues-and-corporate-bond-yield-curves/treasury-coupon-issues> (Real TRC Data, spot, monthly average, 10y maturity)

² Conversão da série histórica mensal pelo ajuste de inflação.

³ Média mensal da inflação brasileira no período de 5 anos de agosto de 2009 a julho 2014 medida pelo IPCA

⁴ Média mensal da inflação americana no período de 5 anos de agosto de 2009 a julho 2014 medida pelo CPI.

Adicionalmente, o Custo de Capital aplicado depende do Fluxo de Caixa que se aplica e é calculado com as suas taxas brutas. No caso em tela, a aplicação de DDM – Discount Method Cash Flow é usual a utilização como taxa de desconto do Ke resultante da equação, inexistindo literatura ampla que imponha para o cálculo do Ke a utilização de taxas líquidas. O cálculo do Custo de Capital Próprio será revisto com essa e outras contribuições e incorporado no Laudo Pericial a ser encaminhado ao Tribunal.

III. PERDA DE CHANCE

5. Solicita-se, portanto, que a equipe pericial realize a revisão necessária na apuração da indenização da Perda de Chance, considerando o método de correção monetária de “juros compostos”.

R: A equipe pericial realizou a verificação da sugestão da Requerente de utilização do método de correção monetária utilizando-se de juros compostos na indenização da Perda de Chance.

Entretanto, o entendimento da Equipe Pericial é de que os juros a serem utilizados no cálculo da indenização, se equiparam aos princípios e metodologias dos juros de mora, uma vez que, por mais que se discuta no caso uma compensação financeira pela perda da chance em auferir lucros, os juros em questão continuam sendo juros **compensatórios e não remuneratórios**, com isso, devem seguir os limites legais existentes na legislação, doutrina e jurisprudência brasileira.

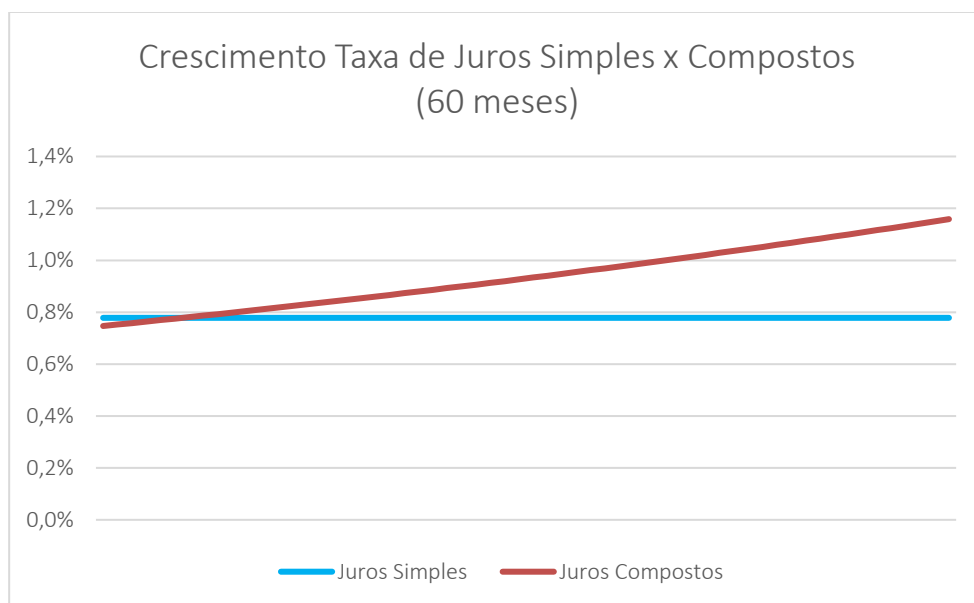
Tem-se como parâmetro, doutrina⁵ acerca da limitação dos juros legais:

“Lembre-se que o Código Civil de 2002 não estabeleceu uma taxa de juros legais compensatórios, fazendo-se mister a integração em razão da lacuna. Conseqüentemente, por analogia, a taxa de juros legais compensatórios é a mesma estipulada para os juros legais moratórios, ou seja, aquela referente à mora no pagamento de impostos à Fazenda Nacional: 1% ao mês (art. 406 do CC/2002 c/c o art. 161, § 1.º, do CTN).” (SCAVONE JR, P.249)

⁵ SCAVONE JR, Luiz Antonio. Juros no direito brasileiro – 5. ed. rev., atual. e ampl. - Rio de Janeiro: Forense, 2014.

Além desse trecho, é possível analisar outra passagem da doutrina de Scavone Jr., nesta abordando o conceito de usura, que em sua visão, o limite legal de “qualquer espécie de juro”⁶ é o estipulado nos artigos 406, CC/02 e o art.161, §1º do CTN e outros dispositivos que caminham no mesmo sentido, que é o de **no máximo 1% ao mês ou de 12% ao ano**. Assim, a estipulação de juros acima desses limites legais se enquadra como uma usura pecuniária.

No gráfico a seguir, é possível analisar o comportamento dos juros simples e dos juros compostos. Como se analisa pelo gráfico, os juros simples se mantêm constantes por todo o período. Já os juros compostos, ou capitalizados, apresentam um crescimento exponencial, sendo a taxa de juros capitalizada ultrapassa o limite de 1% ao mês (limite legal) no prazo em questão.



Com isso, apesar de se tratar de um ganho esperando dentro do rol de uma compensação financeira – que no mercado, realmente funciona no modelo de juros compostos – quando se transporta para o cálculo de indenização, ele perde o caráter

⁶ “No que tange aos juros, **a cobrança acima das taxas legais representa usura pecuniária**, conforme definição trazida pelo art. 4.º, a, da Lei 1.521/1951.

Esses limites, conforme já tratamos, eram estipulados pelos arts. 1.062, 1.063 e 1.262, do Código Civil de 1916, e art. 1.º do Decreto 22.626/33 e, no âmbito do Código Civil de 2002, pelos arts. 406 e 591, combinados com os arts. 161, § 1.º, do Código Tributário Nacional, além da própria Lei de Usura, **em qualquer espécie de juro.**” (SCAVONE JR, 2014, P.344)

remuneratório e passa a ser apenas compensatório (indenização por perda de chance) e assim deve seguir os parâmetros dos limites legais dos juros.

6. Solicita-se, portanto, que a equipe pericial realize a revisão necessária na apuração da indenização da Perda de Chance, considerando também os montantes relacionados às garantias necessárias para a obtenção do financiamento.

R: Em análise dos eventos danosos e suas consequências, observamos que as extensões de prazo que tornaram o capital subscrito a integralizar exigível por todo o período em que vigeu o contrato, isso não ocorreu com os financiamentos que seria exigível após o encerramento da Etapa Preliminar.

Desta forma, mesmo que existisse a possibilidade da discussão sobre o valor relativo das garantias e financiamentos exigidos, esses valores só seriam necessários no encerramento da Etapa Preliminar do projeto, quando fosse iniciada de fato a contratação e desembolso do financiamento, o que não ocorreu, visto que o contrato foi rescindido antes.

Uma vez que o evento que propiciaria a efetiva contratação dos financiamentos não ocorreu, não se deve considerar a alocação efetiva dessas garantias. Assim, sobre os valores das garantias não é correto existir a perda de chance, mas sim sobre o capital a ser exigido (visto que se trataria de um ativo líquido, o que muitas vezes não ocorre com ativos utilizados como garantias, sendo esses últimos geralmente ilíquidos).

Adiciona-se que não se encontrou na documentação acostada nos autos, ou oferecida pelos Assistentes Técnicos da Requerente qualquer evidência documental de bloqueio ou disponibilização dessas garantias. Diferentemente, o capital a integralizar é uma obrigação realizável exigível durante o período em que vigeu o contrato.

IV. PERDAS E DANOS TOTAIS

7. Solicita-se, portanto, que a equipe pericial realize a revisão necessária na apuração da indenização total devida, considerando os índices de atualização indicados nos quesitos de ambas as partes.

R: Assim como solicitado, foi calculada a indenização total, com os valores atualizados pelos índices indicados que considera a atualização dos valores da indenização de a como índice de atualização de 70% da meta da taxa da Selic (SELIC meta acima de 8,5% no período) de julho de 2014 a dezembro de 2021 (data de início da vigência da Emenda Complementar nº 113/2021), e a partir desta data é utilizada a Selic até fev/2023.

Vale ressaltar que os valores foram apresentados com a inclusão da provisão de impostos sobre os valores de indenização (*Gross Up*) referentes a Lucros Cessantes e Perda de Chance consideram em seus cálculos os impostos de PIS/COFINS (9,25%) e IR/CSLL (34%).

Adicionalmente, relembramos que para o cálculo de Danos Emergentes passaremos a não considerar qualquer incremento de impostos sobre a indenização (*Gross Up*), uma vez que são isentos de tributação de PIS, COFINS, IRPJ e CSLL.

Entretanto, também é importante pontuar que o *Gross Up* incide apenas sobre o principal das contas, não tendo efeito algum sobre os juros ou atualizações pelos índices IPCA e Selic.

Os valores serão apresentados quando da revisão e compatibilização do Laudo Pericial com as contribuições e esclarecimentos da parte contrária para encaminhamento ao Tribunal Arbitral.

CONCLUSÕES

Considerando as observações solicitadas pela Requerente, em apertada síntese apresentamos nossas avaliações:

Item	Tema a ser esclarecido e/ou solicitação	Avaliação da Equipe Pericial
1	Dedução das Receitas Financeiras na estimativa de Danos Emergentes	As Receitas Financeiras foram decorrentes da integralização de capital mínimo, portanto, obrigação contratual e compõe o Prejuízo devidamente contabilizado da Companhia.
2	Dedução dos Impostos Diferidos na estimativa de Danos Emergentes	Os impostos diferidos entre 2014 e 2018 foram decorrentes da decisão gerencial da companhia no momento, portanto, compõe o Prejuízo devidamente contabilizado da Companhia.
3	Estimativa de Lucros Cessantes excluindo a proporcionalidade do Capital aportado	Os Lucros Cessantes devem ser estimados de maneira adequada o princípio da proporcionalidade, portanto, devidamente aplicado.
4	Adoção para cálculo do custo de capital o parâmetro do T-Bond yield para taxa livre de risco, descontados os impostos	A estimativa do custo de capital utilizando o T-Bond yield resulta em valores dolarizados que, devidamente convertidos para reais

Item	Tema a ser esclarecido e/ou solicitação	Avaliação da Equipe Pericial
		<p>brasileiro, resulta no custo de capital de 12,75%, sendo 114bp menor que o estimado utilizando a NTN-B 2035 no valor de 13,89%, com impacto no resultado de 1,4%.</p> <p>A equipe de Perícia adotará o T-Bond Yield como taxa livre de risco.</p> <p>Não identificamos justificativa para utilização de taxa livre de risco livre de impostos, uma vez que a referência acadêmica e de mercado para sua aplicação é bruta.</p>
5	Adoção de juros compostos para estimativa da Perda da Chance	A atualização dos valores apurados como perda de chance tem caráter compensatório e não remuneratório, e, portanto, de acordo com a legislação aplicável deve ser utilizado os juros simples.
6	Solicita apresentar correção monetária e juros de mora conforme quesitação.	Será apresentado o cálculo da atualização monetária considerando juros de mora 70% da meta da SELIC (caso aplicável) mais inflação medida pelo IPCA-E até a publicação da Emenda 113/2021 e a partir daí SELIC

Esclarece a equipe da Perícia que foram retificados os valores de incidência de impostos diretos e indiretos sobre Danos Emergentes, uma vez que entendemos isentos desses tributos.

Considerando as contribuições e solicitações de esclarecimentos da parte contrária, e a orientação de resposta aos esclarecimentos de cada parte individualmente, será elaborada a revisão compatibilizada do Laudo Pericial para encaminhamento ao Tribunal Arbitral. Por essa razão, os valores finais serão apresentados posteriormente.

ENCERRAMENTO

Esse esclarecimento é subscrito por:



Adriano Gonçalves de Pinho

Engenheiro Civil

CREA 0682557912



Tomás Loewen Silvestre de Souza

Engenheiro de Produção