



Estado do Rio Grande do Sul
MUNICÍPIO DE ERECHIM
PREFEITURA MUNICIPAL
Secretaria Municipal de Gestão e Governança
Coordenadoria de Saneamento Básico

Erechim, 26 de janeiro de 2026.

De: Coordenadoria do Saneamento Básico – Secretaria Municipal de Gestão e Governança
Para: Secretaria Municipal de Administração – Divisão de Licitações

Assunto: Manifestação a Impugnação

Prezados,

Ao passo em que cordialmente os cumprimento, venho por meio deste Memorando apresentar a manifestação apresentada pela FUNDACE para a Impugnação ao Edital apresentada pela interessada **OAK Capital Assessoria e Consultoria Financeira Ltda**, as quais vão devidamente acolhidas por esta Coordenadoria, conforme se vê das páginas seguintes deste Memorando.

Sem mais para o momento, aproveito o ensejo para reiterar os mais elevados votos de estima e apreço.

Gismael Jaques Brandalise
Coordenador do Saneamento Básico
Prefeitura Municipal de Erechim

**ANÁLISE DA IMPUGNAÇÃO AO EDITAL
OAK CAPITAL**

EDITAL DE CONCORRÊNCIA nº 03/2025

Erechim/RS

PEDIDO DE IMPUGNAÇÃO OAK CAPITAL

A OAK Capital apresenta impugnação com fundamento em alegações de natureza econômico-financeira, especificamente quanto à metodologia de cálculo do Custo de Capital Próprio (Ke), componente do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) empregado no modelo econômico-financeiro do projeto.

Em decorrência dessas alegações, a impugnante também solicita a revisão da estrutura tarifária utilizada para o cálculo das receitas, requerendo a aplicação direta da estrutura tarifária vigente no Município no ano de 2025, a qual, segundo suas estimativas, resultaria em uma Taxa Interna de Retorno (TIR) de 9,03% em conformidade com parâmetros de mercado.

A impugnante sustenta que a adoção dos parâmetros atualmente previstos no Edital inviabilizaria o equilíbrio econômico-financeiro do projeto, na medida em que a remuneração do futuro concessionário se daria em níveis inferiores aos benchmarks setoriais.

Antes de proceder à análise do pedido de impugnação, cumpre registrar que o WACC foi revisado para a versão atual do Edital em atendimento a requerimento do Tribunal de Contas do Estado do Rio Grande do Sul, conforme sua Informação nº 032/2025, após exame realizado pelo Centro Especializado de Auditoria de Desestatizações (CEAD).

Na versão anterior do Edital, o modelo econômico-financeiro considerava WACC de 8,27%. Após as revisões indicadas pelo TCE/RS, incluindo, entre outros aspectos, a redefinição da janela temporal utilizada para a estimativa do retorno de mercado no Ke e a atualização da estrutura de capital, o WACC foi reduzido para 7,05%, o que fundamentou a proposição de uma estrutura tarifária com valores abaixo da então vigente no município.

A atuação do controle externo, nesse contexto, revela-se legítima e salutar, pois visa assegurar consistência metodológica, transparência e aderência normativa à estruturação da concessão. Todavia, a observância às orientações expedidas não afasta o dever permanente da Administração de reavaliar suas premissas à luz da realidade fática e econômica superveniente, especialmente quando evidenciado que determinados parâmetros, embora formalmente compatíveis com recomendações pretéritas, mostram-se materialmente insuficientes para garantir a viabilidade do certame.

A modelagem econômico-financeira de concessões não pode ser estática. Trata-se, ao contrário, de instrumento dinâmico, intrinsecamente dependente das condições macroeconômicas vigentes, do custo de capital, do comportamento do mercado de crédito

e do apetite efetivo dos investidores. Alterações relevantes nesses fatores impõem, por dever de prudência administrativa, a atualização das premissas adotadas, sob pena de se preservar conformidade meramente formal em detrimento da efetividade da política pública.

Nesse contexto, passa-se à análise das alegações apresentadas pela impugnante, com a finalidade de examinar os fundamentos técnicos aplicáveis e delimitar a adequação das disposições editalícias questionadas.

1. Alegação de vícios no cálculo do WACC (Item 2A)

No que se refere ao cálculo do WACC, a impugnante sustenta a existência de erro material na metodologia adotada para a conversão do Ke da moeda estrangeira para reais. Segundo alega, o modelo econômico-financeiro teria encadeado de forma inadequada as etapas de deflação e inflação do Ke, o que teria resultado na subestimação do custo de capital próprio e, conseqüentemente, na redução artificial do WACC. A partir da correção sugerida da fórmula de conversão, a impugnante afirma que o WACC real em reais seria superior ao valor adotado nos estudos, estimando-o em 7,73%, em contraste com o percentual de 7,05% previsto nos materiais editalícios.

No procedimento originalmente adotado, a metodologia de conversão do Ke buscou estabelecer uma aproximação operacional entre as variáveis de inflação e de retorno em diferentes moedas, mediante a aplicação de um fator de conversão agregado, de modo a preservar a consistência global dos parâmetros do WACC e a operacionalidade do modelo.

Contudo, a análise do encadeamento das etapas de conversão, conforme indicado pela impugnante, evidencia que a aplicação de um procedimento de cálculo desagregado, com etapas distintas de deflação e inflação, produz variações relevantes nos resultados do Ke em reais e, conseqüentemente, no WACC em termos reais (BRL real), mantendo-se inalteradas as demais premissas do modelo.

Embora ambas as abordagens se insiram no campo das práticas de modelagem econômico-financeira, verifica-se que, no contexto específico do projeto, as diferenças observadas assumem materialidade suficiente para influenciar de forma sensível o parâmetro central de remuneração do capital. Diante disso, mostra-se pertinente o reexame da metodologia de conversão do Ke, à luz dos princípios de consistência metodológica, transparência do procedimento de cálculo e maior aderência às boas práticas de avaliação



econômico-financeira.

Assim, entende-se pertinente considerar o ajuste da metodologia de conversão do K_e , de modo a refletir com maior precisão a interação entre inflação, retorno e conversão monetária, bem como explicitar de forma mais clara as etapas intermediárias do procedimento de cálculo, cujos efeitos serão incorporados na atualização dos estudos econômico-financeiros.

2. Alegação de inadequação metodológica frente às diretrizes do Ministério da Economia (item 2B)

No tocante à metodologia de cálculo do WACC, a impugnante sustenta que o modelo econômico-financeiro não teria incorporado integralmente os parâmetros previstos na Nota Técnica sobre a Metodologia de Cálculo do WACC para Concessões, publicada pelo Ministério da Economia em 2018, a qual teria servido como referência para a construção do parâmetro de taxa de desconto do projeto. Em especial, argumenta que a não aplicação do multiplicador de volatilidade proposto na referida Nota Técnica teria resultado na subestimação do risco do capital próprio, de modo que a sua incorporação, junto ao ajuste na conversão do K_e do item anterior, elevaria o WACC para 8,18%.

Segundo a impugnante, a adoção desse parâmetro evidenciaria a insuficiência da taxa de retorno do projeto nas condições atualmente previstas, uma vez que a TIR estimada seria inferior ao WACC recalculado, comprometendo o equilíbrio econômico-financeiro do modelo.

A Nota Técnica referida apresenta diretrizes metodológicas de caráter orientativo, formuladas originalmente para setores específicos e sem aplicação obrigatória ao setor de saneamento básico. Ademais, a mensuração do risco do capital próprio pode ser operacionalizada por diferentes estruturas de cálculo, a depender das premissas e do nível de desagregação adotado no modelo.

Não obstante, a literatura financeira reconhece que o prêmio de risco-país, usualmente derivado do mercado de títulos de renda fixa, não captura integralmente o risco associado ao investimento em capital próprio, cujo comportamento é caracterizado por maior volatilidade. Nesse sentido, a utilização de um fator de ajuste que relacione a volatilidade do mercado acionário à volatilidade dos títulos públicos de longo prazo constitui mecanismo reconhecido para compatibilizar o prêmio de risco-país com o risco efetivo do



capital próprio.

A análise dos resultados obtidos a partir da inclusão explícita do multiplicador de volatilidade evidencia que a sua consideração como componente específico do cálculo do WACC produz efeitos relevantes sobre o parâmetro de custo de capital, mantendo-se inalteradas as demais premissas do modelo.

Diante desse cenário, entende-se pertinente o reexame da metodologia de cálculo do WACC, com a incorporação do referido fator de volatilidade, como forma de aprimorar a mensuração do risco do capital próprio e explicitar, de maneira mais transparente, a interação entre o prêmio de risco-país e a volatilidade relativa dos mercados. Os efeitos desse ajuste serão refletidos na atualização dos estudos econômico-financeiros do projeto.

3. Alegação de que a TIR seria insuficiente para atratividade do projeto (item 2C)

No que se refere à TIR e ao WACC adotados no modelo econômico-financeiro, a impugnante sustenta que o patamar de 7,05% em termos reais se encontra abaixo dos parâmetros observados em projetos recentes de concessão no setor de saneamento e em outros segmentos de infraestrutura. Argumenta que tal nível de retorno poderia comprometer a atratividade do projeto e a competitividade do certame.

Para fundamentar sua alegação, apresenta benchmarks setoriais que situariam WACCs e TIRs majoritariamente entre 8% e 9% em termos reais, além de citar o precedente do Município de Bauru (SP), no qual a atualização das premissas macroeconômicas resultou em elevação significativa do WACC. Sustenta, ainda, que o patamar adotado no edital não refletiria adequadamente o custo de oportunidade do capital no contexto brasileiro, considerando que títulos públicos de longo prazo apresentam taxas reais próximas ou superiores ao retorno previsto para o projeto.

A definição do nível da TIR e do WACC em projetos de concessão envolve necessariamente a conciliação entre dois objetivos: assegurar a modicidade tarifária e preservar a atratividade econômico-financeira do empreendimento. Nesse contexto, benchmarks setoriais não constituem parâmetros vinculantes, mas representam referências importantes para aferir a razoabilidade das premissas adotadas.

A análise dos projetos comparáveis apresentados pela impugnante, bem como do precedente citado, indica que o patamar de retorno adotado no Edital, de fato, situa-se em

faixa inferior àquela observada em concessões recentes do setor de saneamento. Adicionalmente, a comparação com o custo de oportunidade do capital no cenário macroeconômico vigente evidencia que o diferencial entre o retorno previsto para o projeto e as taxas reais de ativos considerados livres de risco é reduzido.

Embora tal circunstância não implique, por si só, a inadequação do modelo, há sugestão de que a combinação das premissas atualmente adotadas pode restringir a margem de atratividade do projeto e influenciar o grau de interesse potencial dos licitantes.

Assim, entende-se ser tecnicamente justificável o reexame das premissas econômico-financeiras do modelo, com vistas a assegurar maior compatibilidade entre o nível de retorno previsto, o perfil de risco do projeto e as condições observadas no mercado, cujos efeitos serão refletidos na atualização dos estudos econômico-financeiros.

Conclusão

Em síntese, a impugnante sustenta que o modelo econômico-financeiro do edital, ao adotar um WACC e uma TIR de 7,05% em termos reais, combinados com a estrutura tarifária considerada, resultaria em patamar de retorno inferior ao observado em projetos comparáveis do setor de saneamento e de infraestrutura, destoando de benchmarks setoriais, precedentes recentes e do custo de oportunidade do capital no contexto macroeconômico vigente.

Nesse sentido, a impugnante conclui que tal configuração pode comprometer a atratividade do projeto e a competitividade do certame, razão pela qual requer a revisão das premissas econômico-financeiras do modelo, em especial do cálculo do WACC e da estrutura tarifária de referência, com a adoção da estrutura tarifária vigente no Município em 2025, sem aplicação de desconto inicial.

Diante dos apontamentos apresentados, procede-se ao reexame dos parâmetros e das rotinas de cálculo do WACC e de seus componentes, com vistas a aprimorar a consistência metodológica e a explicitação das premissas adotadas no modelo econômico-financeiro, cujos efeitos são incorporados na atualização dos resultados apresentados a seguir para o custo de capital próprio.



Custo Capital Próprio	Valor Considerado	Descrição
Taxa livre de risco (Rf)	4,21%	10-year T.Bond Yield (média - 2024-2015) (Média Móvel 12 meses)
Rm-Rf (Stock-T.Bonds)	7,02%	Prêmio de risco (Prêmio Anual Médio - S&P500 - 30y T. Bond) 1995-2024
B do setor (Desalavancado)	0,40	Beta médio do setor Utility (Water) (01/2025) - Emergentes
B do setor (Alavancado)	0,68	Cálculo
Risco país (EMBI+)	2,91%	J.P. Morgan - Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+)
Multiplicador de Volatilidade	1,31	$\sigma_{IBOV} / \sigma_{NTN-B2035}$ (Média 2025-2021)
IPCA (%aa)	3,50%	Projeções - Itaú BBA (01/2025)
Inflação EUA (%aa)	2,27%	Inflação Implícita (Média 12 meses -2024)
Ke EUA nominal =	12,82%	
Fator de conversão	1,01	
Ke BR nominal =	14,18%	

O reexame do cálculo do Ke resulta em valor equivalente ao indicado pela impugnante. No que se refere ao WACC, contudo, importa destacar que o cálculo apresentado pela impugnante adota estrutura de capital distinta daquela aplicada no modelo econômico-financeiro, considerando proporção de 48,25% de capital de terceiros, em contraste com 51,70% no modelo. Em razão dessa diferença de alavancagem, o valor do WACC obtido apresenta resultado ligeiramente diverso, conforme demonstrado na tabela a seguir.

Estrutura de Capital	Valor Considerado
Participação de Capital Próprio (E)	48,30%
Participação de Capital de Terceiros (D)	51,70%
Custo do Capital Próprio (Ke)	14,18%
Custo do Capital de Terceiros (Kd)	14,55%
WACC Nominal (BRL)	11,81%
Inflação BR (IPCA - Projeção Itaú BBA)	3,50%
WACC Real (BRL)	8,03%

Considerando o valor de WACC apurado na presente revisão, constata-se que, mantidas as demais premissas do modelo econômico-financeiro, o nível de retorno projetado a partir da estrutura tarifária atualmente prevista no edital situa-se abaixo do parâmetro atualizado de custo de capital. Essa diferença evidencia um desalinhamento entre a remuneração estimada e o perfil de risco do projeto, com potencial repercussão sobre a atratividade econômico-financeira da concessão. Nesse contexto, mostra-se tecnicamente pertinente a reavaliação da estrutura tarifária de referência adotada no modelo, com vistas



a restabelecer a compatibilidade entre o WACC revisado e a TIR projetada.

Sob essa ótica, a fixação de taxa interna de retorno real no patamar de 7,05% aproxima a remuneração do projeto daquela obtida em ativos livres de risco, eliminando, na prática, o prêmio exigido pelo mercado para compensar a exposição a incertezas próprias do setor. Essa distorção compromete a racionalidade econômica do investimento e reduz sensivelmente a probabilidade de participação de operadores qualificados, com reflexos diretos sobre a competitividade do certame.

A experiência recente de concessões de saneamento e de outros ativos de infraestrutura evidencia que projetos estruturados com taxas de desconto excessivamente comprimidas tendem a resultar em baixa participação de interessados, apresentação de proposta única ou, em hipóteses mais gravosas, numa licitação deserta. Mesmo quando há participação, a modelagem pode atrair agentes com menor capacidade técnica ou com estratégias oportunistas, baseadas em premissas excessivamente agressivas e na posterior formulação de pleitos de reequilíbrio econômico-financeiro, circunstância que gera instabilidade contratual, judicialização e atrasos na execução dos investimentos.

Importa destacar que o objetivo maior do procedimento licitatório não se confunde com a obtenção da menor tarifa nominal em abstrato. O regime jurídico de concessões (e de licitações de modo geral) orienta a Administração à busca da proposta mais vantajosa, o que pressupõe solução economicamente exequível, tecnicamente sustentável e capaz de ser efetivamente implementada ao longo de todo o prazo contratual. Propostas inviáveis ou estruturadas sobre premissas irreais não representam benefício ao usuário; ao contrário, tendem a culminar em revisões precoces, reequilíbrios sucessivos ou, no limite, na própria frustração da concessão.

Nesse sentido, a vantajosidade deve ser compreendida sob perspectiva de ciclo de vida do contrato, considerando a relação custo-benefício global, a capacidade de atração de operadores sólidos, a estabilidade econômico-financeira da concessão e a efetiva entrega dos investimentos necessários à universalização dos serviços. Um edital que, embora formalmente aderente a parâmetros anteriores, não desperte interesse do mercado ou inviabilize a competição real, compromete diretamente o interesse público que se busca resguardar.

Dessa forma, a revisão das premissas econômico-financeiras, inclusive da taxa de desconto adotada, não representa afronta ao controle externo, mas sim exercício legítimo do dever de autotutela técnica da Administração, fundamentado em dados objetivos de mercado e voltado a assegurar a própria finalidade do certame. Ao contrário, a manutenção



de parâmetros reconhecidamente insuficientes, apenas por apego à conformidade formal, pode resultar em insucesso da licitação, atrasando ainda mais a solução definitiva para a prestação dos serviços de saneamento no Município.

À luz dessa reavaliação e da análise integrada das premissas do modelo, verifica-se que a adoção da estrutura tarifária vigente no Município em 2025, sem aplicação de desconto inicial, configura referência tecnicamente válida para a modelagem do projeto. Nessa configuração, a taxa interna de retorno estimada em aproximadamente 9,03% em termos reais situa-se em patamar compatível com o perfil de risco do empreendimento e aderente aos parâmetros observados em projetos comparáveis do setor, preservando-se, ademais, a lógica concorrencial do certame, na qual a redução tarifária será definida pelos descontos ofertados pelos licitantes.

