

**COMUNICADO DA COMISSÃO DE AVALIAÇÃO INSTITUÍDA PELA RESOLUÇÃO CONJUNTA  
SEMAD/IEF/SECULT/SEINFRA Nº 01/2020, NO ÂMBITO DO PROCEDIMENTO DE  
MANIFESTAÇÃO DE INTERESSE IEF Nº 01/2020**

PADRONIZAÇÃO DE PARÂMETROS PARA RECEBIMENTO DOS ESTUDOS A SEREM OBTIDOS PELO  
PROCEDIMENTO DE MANIFESTAÇÃO DE INTERESSE IEF Nº 01/2020

1. Estudos de Viabilidade Econômico-Financeiro

a. O modelo deverá estar em termos reais ou nominais?

Caso o modelo seja real (sem inflação), entendemos que a depreciação/amortização do CAPEX deva ser deflacionada.

O modelo econômico financeiro deverá ser desenvolvido ou em formato “dinâmico” ou em valores reais. Tal formato “dinâmico” deverá permitir que o usuário observe o EVTE tanto em formato nominal quanto em formato real, a partir de um “selecionador” disponível.

A depreciação/amortização deverá seguir a mesma orientação acima, isto é, ou estar em um formato “dinâmico” ou com um capex que se deflaciona pela expectativa de inflação do último boletim Focus disponível à época. O formato “dinâmico” deverá mostrar os resultados em formato nominal ou conforme a opção descrita acima.

O boletim Focus utilizado deverá estar sempre referenciado.

b. Premissas macroeconômicas:

As premissas macroeconômicas utilizadas no EVTE deverão ser as mesmas do último boletim Focus disponível à época.

O boletim Focus utilizado deverá estar referenciado.

c. Inclusão ou não de REIDI / crédito de PIS e COFINS:

Todos os regimes tributários especiais, o sistema de crédito de PIS e COFINS, dentre outros elementos tributários deverão estar previstos no EVTE.

O risco tributário, em regra, permanece com o poder concedente e, em tese, se esse benefício for extinto, legalmente, isso ensejaria Reequilíbrio Econômico Financeiro – REF. Neste sentido, recomenda-se que o valor da outorga (ou contrapartida) a ser calculado já leve em consideração os benefícios fiscais existentes.

d. Consideração de algum benefício fiscal com relação à ISS:

Todos os benefícios fiscais identificados deverão estar previstos no EVTE.

O risco tributário, em regra permanece com o poder concedente e, em tese, se esse benefício for extinto, legalmente, isso ensejaria Reequilíbrio Econômico Financeiro – REF. Neste sentido, recomenda-se que o valor da outorga (ou contrapartida) a ser calculado já leve em consideração os benefícios fiscais existentes.

e. Taxa de desconto a ser utilizada para cálculo do VPL:

Para o cálculo da taxa de desconto, recomenda-se a utilização do Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC ou *Weighted Average Cost of Capital* – WACC. Tal metodologia do WACC realiza uma média ponderada entre o capital próprio (do acionista) e capital de terceiros (do credor).

Para cálculo do custo de capital próprio, recomenda-se a utilização do CAPM global, detalhada por Stulz (1999)<sup>1</sup>, em que:

$$E(K_e) = R_{fg} + \beta_{gg} [E(R_{mg}) - R_{fg}] \quad (11),$$

Em que:

$E(K_e)$  é a expectativa de custo do capital próprio (*cost of equity*);

$R_{fg}$  é o retorno do ativo livre de risco no mercado global (*global risk free*);

$\beta_{gg}$  é o coeficiente de sensibilidade (covariância do retorno do ativo em relação ao retorno do mercado global, dividido pela variância do retorno mercado global) do ativo global em relação ao mercado global;

$E(R_{mg})$  é a expectativa de retorno do mercado global (*global market return*).

Para cálculo do custo de capital próprio recomenda-se a utilização dos betas setoriais, dos spreads de risco país e dos dados disponibilizados por Damodaran em:

[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

- f. Qual fluxo a ser considerado para a avaliação (fluxo do projeto OU fluxo de caixa livre ao acionista OU fluxo de dividendos):

O fluxo a ser considerado é o “Fluxo de Caixa Livre da Empresa”, assim entendido como o valor resultante da seguinte conta, período a período: Receita de Operação (entrada de caixa) - Tributos sobre a receita pagos - Gastos de Construção - Gastos de Operação (Opex) - Resultado Financeiro (pagamento de juros) - IRPJ e CSLL + Captação de Dívidas - Pagamento de Amortização do Empréstimo - Pagamento da Outorga (fixa e/ou variável).

Em outras palavras, trata-se do fluxo de caixa da empresa após o pagamento de juros e amortização do empréstimo, mas antes de qualquer distribuição (a qualquer título) aos acionistas.

- g. Existência de alguma linha específica de financiamento que possa ser utilizada (em caso positivo, em quais proporções e considerações):

As linhas de financiamento deverão ser obtidas a partir de consulta aos financiadores. Tais financiadores poderão ser bancos públicos, bancos privados, fundos ou outros.

A definição do nível de alavancagem deverá estar baseada em projetos semelhantes.

## 2. Modelagem Operacional

- a. Data-base das premissas operacionais e data-base para o modelo financeiro:

Setembro/2020 (início dos estudos).

- b. Data base para reajuste de tarifas:

---

<sup>1</sup> STULZ, René M. Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of applied corporate finance*, v. 12, n. 3, p. 8-25, 1999.

Junho de cada ano da concessão (a cada 12 meses), considerando a data prevista para assinatura do contrato de concessão em junho/2022.