

GRUPO I – CLASSE VII – Plenário

TC 031.986/2017-0

Natureza: Relatório de Acompanhamento.

Entidade: Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras.

Responsável: não há.

Representação legal: Tomas Henrique Melo de Oliveira (088.368.347-44), representando Centrais Elétricas Brasileiras S.A.

SUMÁRIO: RELATÓRIO DE ACOMPANHAMENTO. SISTEMÁTICA DE DESINVESTIMENTOS DA ELETROBRAS. VENDA DE PARTICIPAÇÕES EM SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECÍFICO. EXAME DA SISTEMÁTICA. AVALIAÇÃO DE ESTUDOS ECONÔMICO-FINANCEIROS E MINUTA DE EDITAL DE LEILÃO. EXAME DE RESPOSTA À OITIVA. DETERMINAÇÕES. RECOMENDAÇÕES.

RELATÓRIO

Trata-se de acompanhamento do processo de desinvestimentos das Centrais Elétricas Brasileiras – Eletrobras em Sociedades de Propósito Específico – SPE, conduzido conjuntamente pela SeinfraElétrica e pela SecexEstataisRJ.

2. Transcrevo, na sequência, o primeiro Relatório de Acompanhamento elaborado nestes autos à peça 28, cuja proposta de encaminhamento foi integralmente acolhida pelo corpo dirigente da SeinfraElétrica (peças 29-30), excluídos os anexos e tarjadas as informações acobertadas por sigilo, em conformidade com o cadastro de restrição de acesso à peça 85:

“1. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de fiscalização, na modalidade acompanhamento, cujo objetivo é verificar a regularidade dos atos de gestão dos responsáveis pela condução do processo de desinvestimentos da Eletrobras. Realizada pela Secretaria de Fiscalização de Infraestrutura de Energia Elétrica (SeinfraElétrica) e pela Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro (SecexEstataisRJ), foi autorizada por meio do Despacho do Ministro Relator, Aroldo Cedraz, com fundamento no art. 19, § 5º, da Resolução-TCU 269/2015 (peça 4 do TC 028.122/2017-8).

2. Nesta primeira etapa do acompanhamento são analisados atos de gestão referentes à Sistemática de desinvestimentos de participações acionárias em Sociedades de Propósito Específico (SPE) em que o Grupo Eletrobras figura como acionista.

1.1. Objetivo e escopo

3. O objetivo desta etapa do trabalho é analisar a Sistemática de Desinvestimento em SPE de 7/12/2017 (peça 8, p. 1-30) e os procedimentos dela decorrentes na condução dos processos de desinvestimentos, com o intuito de prevenir a ocorrência de atos danosos ao interesse público.

4. As análises aqui efetuadas buscam ainda identificar se estão presentes os riscos apontados no TC 013.056/2016-6, processo que tratou da análise da Sistemática de Desinvestimentos da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, culminando nos Acórdãos 3.166/2016-TCU-Plenário e 442/2017-TCU-Plenário, ambos de relatoria do Ministro José Múcio, propondo medidas corretivas quando for o caso.

5. O escopo foi definido entre a equipe e o supervisor, nos termos do item 77 do Manual de Acompanhamento do TCU. Em se tratando de trabalho concomitante e levando em conta a fase em que se

encontra a condução dos desinvestimentos em SPEs pela Eletrobras, avaliações internas e externas ainda em elaboração (*valuations*), o foco desta primeira etapa do acompanhamento é a análise da fundamentação e da metodologia (Sistemática de Desinvestimentos) que embasam as vendas de participações em SPEs da Eletrobras, uma vez que a tendência é que estas sejam feitas de forma mais adequada quanto mais adequadas estejam aquelas.

6. Nesse sentido, é importante frisar que esta etapa do trabalho não adentra a análise das avaliações econômico-financeiras de SPEs específicas, inclusive pelo fato de que, até o início da fase de relatório, ainda não havia as avaliações econômico-financeiras definitivas das SPEs a serem vendidas (conforme cronograma exposto na Tabela 3).

1.2. Metodologia e critérios

7. As informações que subsidiam este relatório são provenientes de respostas a ofícios de requisição encaminhados à Eletrobras, bem como toda a documentação disponibilizada. A análise documental e as entrevistas com gestores foram as principais ferramentas utilizadas pela equipe de auditoria.

8. A análise documental apoiou-se em critérios fundados na legislação vigente no país, em princípios aplicáveis à Administração Pública e na própria jurisprudência do TCU. Quanto aos principais normativos utilizados, destacam-se:

- (i) Decreto 9.188/2017 – normativo que estabelece regras de governança, transparência e boas práticas de mercado para a adoção de regime especial de desinvestimento de ativos pelas sociedades de economia mista federais;
- (ii) Lei 13.303/2016 – Lei que estabelece o estatuto jurídico das estatais;
- (iii) Decreto 8.945/2016 – normativo que regulamenta a Lei 13.303/2016 no âmbito da União;
- (iv) Art. 37, CF/1988 – Princípios constitucionais aplicáveis à Administração Pública.

9. Em relação ao Decreto 9.188/2017, é importante salientar que esse normativo estabelece, em seu art. 3º, § 1º, que a adesão da sociedade de economia mista ao regime especial de desinvestimento de ativos previsto nesse decreto será facultativa e dependerá de aprovação do Conselho de Administração ou do órgão diretivo máximo, bem como de comunicação ao Ministério supervisor.

10. No caso concreto, como a Eletrobras informou ter optado por não aderir ao regime estabelecido no Decreto 9.188/2017 (peça 16, p. 1), utilizou-se esse normativo de forma indireta. De todo modo, entende-se que os dispositivos de governança e transparência ali presentes são aplicáveis subsidiariamente aos desinvestimentos da Eletrobras, mesmo sem sua adesão ao regime, uma vez que tais dispositivos são fundados em princípios constitucionais e legais aplicáveis a Administração Pública, incluindo, portanto, a aludida estatal.

11. Em relação à jurisprudência dessa Corte, considerando no presente caso da Eletrobras tratar-se de processo de desinvestimento de ativos, mais precisamente a alienação de participações em SPEs, entendeu-se adequado utilizar, também como parâmetro de análise, os riscos identificados em trabalho anterior do TCU, que apreciou a Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras, mediante os Acórdãos 3.166/2016 e 442/2017-TCU-Plenário, da relatoria do Min. José Múcio, prolatados no bojo do TC 013.056/2016-6.

2. VISÃO GERAL DO OBJETO

2.1. Dos desinvestimentos da Eletrobras

12. O contexto histórico em que se inserem os desinvestimentos em SPE são apresentados a seguir, tendo por base os documentos relacionados no quadro abaixo. Na sequência, são apresentados o cronograma previsto e os ativos alvos dos desinvestimentos.

Tabela 1 – Quadro de documentos associados aos Desinvestimentos da Eletrobras.

Documento	Aprovação/Data
Plano Estratégico 2015-2030 (peça 22, p. 55-67)	Resolução Diretoria Executiva 775/2014; Deliberação do Conselho de Administração

	148/2014.
Plano Diretor de Negócios e Gestão (PDNG) 2017-2021 (peça 22, p. 1-54)	Deliberação do Conselho de Administração 224/2016.
Nota Técnica – PR – Desinvestimento em SPE – Proposta de Atuação (peça 21)	18/10/2017.
Programa de Desinvestimento do Sistema Eletrobras – PDSE (peça 9)	Resolução Diretoria Executiva 737/2017, de 13/11/2017 (peça 25, p. 2); Deliberação do Conselho de Administração 243/2017, de 24/11/2017 (peça 25, p. 1).
Sistemática de Desinvestimento em SPE Versão 1.0 (peça 8)	Resolução Diretoria Executiva 807/2017, de 11/12/2017 (peça 26, p. 2); Deliberação do Conselho de Administração 255/2017, de 15/12/2017 (peça 26, p. 1).

13. A Eletrobras, ao elaborar o Plano Diretor de Negócios e Gestão (PDNG) 2017-2021 (peça 22, p. 1-54), documento que contém um plano de curto/médio prazo, com horizonte de cinco anos e revisto anualmente, tendo como referência o Plano Estratégico 2015-2030 da Estatal (peça 22, p. 55-67), identificou a necessidade de focar em três pilares estratégicos: governança e conformidade, disciplina financeira e excelência operacional. Como desdobramento desses pilares, o PDNG 2017-2021 apresentou dezoito iniciativas visando estabelecer uma estratégia que tem por objetivo a sustentabilidade empresarial.

14. No que diz respeito ao pilar disciplina financeira, o documento aponta para a necessidade de se reduzir o nível de endividamento das empresas controladas da Eletrobras, assim como o da *holding*, medido pelo múltiplo “dívida líquida/EBITDA”. Tratando da disciplina financeira, foram elencadas seis iniciativas, as quais têm como meta reduzir a alavancagem da empresa, a saber: redução dos investimentos; privatização das distribuidoras; venda de imóveis administrativos; venda de participações em SPEs; otimização tributária; e reestruturação societária visando aproveitamento de crédito fiscal.

15. O PDNG 2017-2021 definiu como escopo do desinvestimento os segmentos de distribuição e de parcerias em geração e transmissão (cujos investimentos tenham sido realizados por meio de SPE). Dessa forma, dentre as seis iniciativas elencadas no parágrafo acima, o documento considerou privatizar as distribuidoras e vender participações em SPEs. A privatização das seis distribuidoras pertencentes à Eletrobras é objeto de análise no âmbito do TC 035.916/2016-8. Já a venda das SPEs é objeto deste acompanhamento.

16. A equipe solicitou aos gestores da Estatal esclarecimentos sobre eventual contradição entre o disposto no Plano Estratégico 2015-2030 e a estratégia de desinvestir em SPEs de geração e de transmissão, posto que o Plano define os segmentos de geração e de transmissão como parte principal do portfólio de negócios da companhia (peça 13).

17. Em resposta, os gestores informaram que entendem não haver contradição entre as medidas adotadas no desinvestimento em SPEs e o Plano Estratégico 2015-2030. Alegam que os desinvestimentos não alteram a definição de segmentos de geração e de transmissão como *core business* da Eletrobras (peça 14, p. 1-2).

18. Tendo em vista o fato de a estratégia da empresa apontar para a necessidade de alienação de ativos, foi desenvolvido o Programa de Desinvestimento do Sistema Eletrobras – PDSE (peça 9, p. 2-56). O objetivo do PDSE é propor a alienação de ativos e abordar os pontos necessários para que o processo de desinvestimento seja implementado. A sua finalidade é desenvolver o processo de alienação de ativos, apresentar as metas de desinvestimento, os segmentos prioritários da operação, a oportunidade e a conveniência da alienação de ativos, suas razões, seu escopo e o arcabouço legal que ampara a atividade de desinvestimento de ativos (peça 9, p. 5).

19. O PDSE aponta para o foco da estratégia do desinvestimento, qual seja, a redução do múltiplo “dívida líquida/EBITDA”. Esse múltiplo representa a geração de caixa *versus* o total da dívida a ser paga. Quanto maior o múltiplo, mais endividada está a empresa. Portanto, no intuito de reduzi-lo devem ser adotadas medidas que aumentem o EBITDA (aumento de receita operacional, corte de despesas

operacionais, corte de custos operacionais) e medidas que diminuam a dívida líquida da sociedade (quitação e/ou diminuição de dívida bruta, aumento da posição de caixa).

20. O Programa de Desinvestimento apresenta os efeitos positivos que as iniciativas vinculadas ao pilar denominado excelência operacional (um dos três pilares estratégicos elencados no Plano Estratégico 2015-2030) trazem para a redução do múltiplo “dívida líquida/EBITDA” (peça 9, p. 11-12), caso se obtenha êxito na implantação de tais iniciativas. O documento procura demonstrar, contudo, que apesar do impacto positivo das iniciativas no pilar da excelência operacional, elas não seriam suficientes para levar o múltiplo ao patamar almejado. Daí a necessidade de alienação de ativos, que faz parte do pilar da Disciplina Financeira.

21. Conforme apontado especificamente no PDSE (peça 9, p. 12), ao final do exercício de 2016 a Eletrobras apresentou dívida líquida 8,78 vezes superior ao seu EBITDA em setembro de 2016, o que é classificado como muito elevado para os padrões de mercado, em que empresas buscam manter esse indicador abaixo de 2,5.

22. As demonstrações financeiras da Eletrobras referentes ao segundo trimestre de 2017 indicaram que, ao final daquele período, esse múltiplo havia atingido 4,7 (peça 24, p. 21).

23. O Programa de Desinvestimento do Sistema Eletrobras explicita os critérios que pautaram a escolha de ativos de parcerias em geração e transmissão para venda (peça 9, p. 28-32):

‘Ativos cujo porte maximize o número de potenciais compradores ou que juntos apresentem sinergia elevada ou permitam diversificação de risco; e

Especificamente com relação às operações de dação em pagamento, previstas no PDNG 2017-2021, conforme mencionado neste documento, foram concebidas sob as seguintes razões:

- i. Necessidade de se abater ou quitar dívidas, especialmente as mais caras, das controladas, de forma rápida;
- ii. Fato de ser a Eletrobras a principal credora individual das suas controladas de Geração e Transmissão;
- iii. Evitar a competição entre as Empresas Eletrobras no desinvestimento, com a diminuição do poder de angariar valor nas transações; e
- iv. Possível centralização de ativos das empresas na Holding para posterior alienação, com contrapartida às empresas controladas para quitação de saldos devedores dos financiamentos concedidos pela Eletrobras.’

24. O documento destaca, ainda, outros critérios estabelecidos pela *holding* para a escolha dos ativos objetos de desinvestimentos (peça 9, p. 29), dentre os quais destacam a opção por:

- a) Ativos preferencialmente operacionais ou em vias de serem operacionais;
- b) Ativos preferencialmente sem pendências societárias, regulatórias e operacionais;
- c) Ativos que apresentam receitas e despesas com maior previsibilidade; e
- d) Ativos que possam ser agrupados em veículos consolidadores por meio de reestruturação societária, com vistas à captação de sinergias entre as participações em SPE, de forma que se absorva para o acionais, no todo ou em parte, os ganhos que advirão da otimização da gestão conjunta desses empreendimentos ou participações.

25. Ainda no âmbito das ações associadas aos Desinvestimentos de SPEs, foi elaborada Nota Técnica pela Presidência da Eletrobras – NT-PR Desinvestimento em SPE – Proposta de Atuação, de 18/10/2017 (peça 21). Tratando especificamente dos desinvestimentos em SPEs, o documento mostra o perfil da dívida da Estatal, asseverando que as dívidas contraídas mais recentemente apresentam custos mais elevados que as anteriores, o que reforçaria a necessidade de se reduzir a relação “dívida líquida/EBITDA” (peça 21, p. 6-7).

26. Na Nota Técnica, a Estatal informa que pretende reduzir o múltiplo “dívida líquida/EBITDA” para valores até 3,0 (três) ao final de 2018, número que seria considerado apropriado para o seu mercado e suas características. E aponta para a venda de participações em SPE como sendo uma das principais medidas nesse sentido.

27. Do documento consta a informação de que a Eletrobras detém participação acionária em 178

SPE, sendo 38 referentes à construção e exploração de ativos de transmissão e 137 empreendimentos de geração de energia. As três restantes foram criadas para prestação de serviços. Das 137 SPE de geração, 122 são projetos eólicos, 14 são projetos hidrelétricos e uma, projeto térmico. Das 178 SPE, 70 vão ser colocadas em leilão, distribuídas em 17 lotes conforme será exposto mais adiante, na Tabela 4 e no Anexo I. Dessa tabela, nota-se que com exceção dos lotes 7, 8 e 16, todos os demais envolvem participações minoritárias, isto é, não há poder de controle por parte da Eletrobras. Por outro lado, nota-se que não fazem parte dessa carteira de alienações SPEs associadas a empreendimentos estratégicos, a exemplo, daquelas responsáveis pela implantação e operação das Usinas Hidrelétricas de Jirau, Santo Antônio e Belo Monte. A título de conhecimento, apresenta-se no Anexo II a listagem das principais SPEs do Sistema Eletrobras.

28. A Nota Técnica (peça 21, p. 10-23) apresenta os valores contábeis e de avaliações preliminares das 58 SPE eólicas e das 16 SPE de transmissão, todas operacionais, além dos seis projetos eólicos corporativos, envolvidos no processo de dação em pagamento, por meio do qual as subsidiárias da Eletrobras passaram e passarão para a *holding* suas participações nas SPE selecionadas, reduzindo seus respectivos endividamentos. O valor contábil das participações do Grupo Eletrobras nos 80 ativos associados à operação de dação em pagamento é de R\$ [REDACTED], muito próximo da avaliação econômico-financeira preliminar, realizada em outubro de 2017 (peça 21, p. 25). Este total representa o valor aproximado do volume fiscalizado neste acompanhamento.

29. São apontadas na Nota Técnica alternativas para a estrutura de vendas das participações da Eletrobras nas SPE. As alternativas consideradas são: criação de novos veículos nas quais poderiam ser vertidas as ações de titularidade da Eletrobras referentes às SPE, que posteriormente seriam objeto de oferta inicial de venda em bolsa de valores; leilão público para obtenção de propostas sob condição suspensiva; e negociação direta com os parceiros privados titulares do direito de preferência.

30. O documento tece considerações sobre as alternativas elencadas acima e conclui que a opção pela negociação direta com os detentores dos direitos de preferência, oriundo de acordos de acionistas no âmbito das SPE, levaria ao máximo retorno, caso se considere o valor das SPE calculado pelo método de fluxo de caixa descontado utilizando-se custos reais de capital próprio equivalentes a [REDACTED] a.a. para SPE de transmissão, e a [REDACTED] a.a. para SPE de geração.

31. Ao final, o documento acrescenta que a avaliação econômica e a modelagem da reestruturação das participações societárias das SPE estão sendo conduzidas pelo *advisor* financeiro contratado, o BTG Pactual (relatórios emitidos pelo BTG às peças 11-12), com o apoio jurídico do escritório Souza Cescon, cuja análise de direito público compõe o anexo II à Nota Técnica (peça 21, p. 50-77). Esta análise jurídica será abordada mais à frente, no presente relatório.

32. Em que pese o fato de a Nota Técnica ter concluído pela negociação direta com os detentores dos direitos de preferência, dentro de certas condições, como sendo a melhor alternativa para a venda das participações nas SPE selecionadas, a equipe identificou, em contato com os gestores, que a decisão, tomada em momento posterior à expedição da Nota Técnica, se deu no sentido da realização de leilão para os desinvestimentos a serem realizados (na maioria das SPE).

33. Questionados sobre os motivos que levaram à mudança de estratégia para a venda dos ativos, os gestores informaram que tanto a opção pelo leilão quanto a opção pela negociação direta têm como pressupostos básicos: submeter a alienação às regras e preços de mercado, conforme procedimentos aplicáveis às sociedades anônimas; zelar pela adoção de estratégias de venda que potencializem seus benefícios e o valor das ações oferecidas na busca de maior retorno da operação, de acordo com as condições de mercado vigentes; e respeitar os compromissos assumidos junto aos demais acionistas, por força de instrumentos contratuais firmados entre as partes (peça 14, p. 2-4).

34. Na sequência, os gestores afirmam que a estruturação da estratégia de venda das participações societárias da Eletrobras em SPE deve considerar o disposto na legislação vigente (Lei 13.303/2016) e os princípios básicos do direito público (publicidade, isonomia, ampla competitividade e impessoalidade), sem olvidar de princípios igualmente importantes: finalidade e eficiência.

35. Apontam que à luz desses princípios cabe aos gestores escolher a estratégia de venda mais efetiva para a Estatal. No que tange à opção pela venda direta aos detentores do direito de preferência, os procedimentos contemplariam uma avaliação do valor das ações e a submissão aos sócios de proposta de compra das ações nas condições estabelecidas pela Eletrobras. Nessas condições, caso não houvesse

interesse do sócio na aquisição, as ações seriam incorporadas ao patrimônio de uma empresa de participações da Estatal.

36. No que diz respeito à venda em leilão em ambiente de bolsa, os gestores asseveraram que estariam atendidos os princípios da publicidade, igualdade e busca da melhor proposta. Contudo, em face dos compromissos assumidos em acordos de acionistas, o resultado do leilão estaria condicionado ao exercício dos direitos previstos nesses acordos. Portanto, o vencedor de um lote do leilão assumiria a obrigação de adquirir as ações da(s) SPE(s) negociada(s), ao passo que a Eletrobras não se comprometeria a vendê-la(s). Os gestores destacaram que, na ausência de proposta válida, o direito de preferência será inviabilizado, já que não haverá “oferta de compra” a ser igualada pelos titulares do direito de preferência (peça 16, p. 3).

37. Explicam os gestores que as conclusões preliminares da Nota Técnica tomaram como base a premissa de que os ativos despertariam pouca atratividade no mercado. Com base nesse raciocínio, seria de se esperar que o interesse maior na aquisição da participação da Estatal nos empreendimentos recairia primordialmente sobre aqueles que já figuram como sócios das SPE, tendo em vista o potencial benefício advindo da redução de custos que obteriam como consequência da titularidade de 100% do capital social da empresa.

38. Não foi esse o cenário que se apresentou para os gestores da Estatal em sondagens ao mercado. Alguns ativos disponibilizados para a venda tornaram-se alvo de interesse de agentes posicionados para exercer o papel de consolidadores no mercado de energia, especialmente no setor eólico, em que a Eletrobras pretende disponibilizar, para serem negociadas em leilão, participações que equivalem aproximadamente a 10% da capacidade instalada de parques eólicos no Brasil. Nesse sentido, seria uma incongruência não levar em conta essa situação e estabelecer somente mecanismos de negociação direta com os sócios remanescentes (conforme explicações à p. 3 da peça 14).

39. De acordo com a ótica exposta pelos gestores, os empreendimentos eólicos atrairão até mesmo agentes internacionais para os certames, interessados em entrar no mercado brasileiro por meio da aquisição de ativos já em operação, com fonte de receita de longo prazo definida, e com mecanismos de proteção contra variação inflacionária.

40. Ao final da resposta ao questionamento da equipe, os gestores afirmaram que a opção pelo leilão reforçaria a transparência e eliminaria a discricionariedade presente nos processos de negociação direta. Apesar disso, a adoção da estratégia de leilão não excluiria a adoção de forma alternativa de venda para determinados ativos, no contexto da oportunidade de negócio conferido pela Lei 13.303/2016.

41. A estatal esclareceu que a alienação das participações societárias se concretizará em uma das seguintes formas (peça 16, p. 9):

- I. Leilão público na B3 Brasil Bolsa Balcão;
- II. Exercício do direito de preferência pelo sócio;
- III. Oportunidade de negócio, nos termos da Lei 13.303/16.

42. Em 9/11/2017, a Eletrobras recebeu o Ofício 448-1/2017-TCU (peça 7), em que foi requisitada a apresentar, entre outros documentos, a sistemática interna que regerá o processo de desinvestimento. Foi elaborado então o documento denominado Sistemática de Desinvestimento em SPE Versão 1.0 – Sistemática (peça 8), cujo objetivo foi estabelecer a orientação da Alta Administração para alienação de ativos das parcerias, apresentando regras de governança, transparência e práticas para orientar a condução do desinvestimento de ativos em SPE do Sistema Eletrobras.

43. Elaborada com a participação de diversas áreas da *holding*, sob a coordenação do Grupo de Trabalho designado por meio da Resolução 746/2017, o documento apresenta os principais pontos atinentes aos princípios, a visão macro dos processos e principais produtos, o fluxo geral de cada processo, as aprovações internas requeridas, a assinatura dos instrumentos e a matriz de responsabilidades das áreas da *holding* envolvidas.

44. Em linhas gerais, a visão macro dos processos necessários para operacionalização das atividades para os desinvestimentos de ativos em SPE da Eletrobras segue quatro fases, a saber: Estruturação do Programa de Desinvestimento; Desenvolvimento do Plano de Alienação do Ativo; Alienação do Ativo; e Fechamento da Alienação.

45. A equipe arguiu os gestores sobre o cronograma previsto para as vendas das SPE. Em 13/3/2018, os gestores informaram que estava programada a realização do leilão para o dia 7/6/2018 e afirmaram que ainda não estaria definida a ordem de venda das participações em SPE. O cronograma previsto naquele momento, aprovado em Diretoria Executiva e pelo Conselho de Administração, por meio da Resolução da Diretoria Executiva RES 088/2018 e da Deliberação do Conselho de Administração DEL 029/2018, está apresentado na tabela abaixo (peça 14, p. 8):

Tabela 2 – Cronograma de Desinvestimentos da Eletrobras (de 13/3/2018).

Cronograma Geral de Desinvestimento em SPE			
	Atividade	Coordenação	Leilão Único
1	Validação do Valuation	DF	2/mar/18
2	Modelagem de Alienação	DF	2/mar/18
3	P. Básico - Contratação B3	DC e DJ	2/mar/18
4	P. Básico - Contratação Assessoria de Alienação	DC e DJ	2/mar/18
5	Plano de Alienação	DF e PR	9/mar/18
6	Pareceres Financeiro: Modelagem, Plano de Alienação e Minuta do Edital	DJ e DF	9/mar/18
7	Pareceres Jurídico: Modelagem, Plano de Alienação e Minuta do Edital	DJ e DF	14/mar/18
8	Proposta da Administração para a AGE	DF e DJ	16/mar/18
9	Parecer Jurídico: Proposta da Administração para a AGE	DJ	23/mar/18
10	Consolidação do Data Room	PR	23/mar/18
11	Aprovação na DEE: - Modelagem - Plano de Alienação + Minuta do Edital - Contratação B3 - Assessoria de Alienação - Constituição da Comissão de Alienação	-	26/mar/18
12	Aprovação na DEE (RDEE Extraordinária): - Proposta de Administração para a AGE	-	28/mar/18
13	Aprovação no CAE (Extraordinário): - Proposta de Administração para a AGE - Modelagem - Plano de Alienação	-	4/abr/18
14	Assinatura do Contrato: - B3 - Assessoria de Alienação	DC e DJ	5/abr/18
15	Assembléia Geral Extraordinária da Eletrobras (AGE) - Alienação de ativos controlados	-	7/mai/18
16	Realização de Road Show	DC e DF	06/abr/18 a 06/jun/18
17	Publicar Aviso e o Edital de Alienação	DJ, DC e DF	8/mai/18
18	Leilão	DJ, DC e DF	7/jun/18

46. Mais à frente, em 6/4/2018, foi encaminhado à equipe cronograma atualizado (peça 16, p. 6), com previsão de novas datas, conforme mostra a tabela a seguir:

Tabela 3 – Cronograma de Desinvestimentos da Eletrobras (atualizado em 6/4/2018).

Cronograma Geral de Desinvestimento em SPE			
	Atividade	Coordenação	Data
1	Definição do Preço Mínimo - Valuation	DF	9/abr/18
2	Aprovação na DEE (Extraordinária) - Modelagem - Plano de Alienação - Constituição da Comissão de Alienação	DC, PR e DF	9/abr/18
3	Contratação B3	DC, PR, DF e DA	10/abr/18
4	Contratação Assessoria de Alienação	DC, PR, DF e DA	10/abr/18
5	Aprovação na DEE: - Proposta de Administração para a AGE	-	23/abr/18
6	Aprovação no CAE (Extraordinário): - Modelagem - Plano de Alienação - Proposta de Administração para a AGE	-	27/abr/18
7	Consolidação do Data Room	PR	18/mai/18
8	Assembleia Geral Extraordinária da Eletrobras (AGE) - Alienação de ativos controlados	-	28/mai/18
9	Road Show	DC, PR e DF	10/abr/18 a 28/jun/18
10	Publicar Aviso e o Edital de Alienação	DA, DC, DF e PR	29/mai/18
11	Leilão	DA, DC, DF e PR	29/jun/18

47. Em última atualização repassada pela Eletrobras, conforme p. 10 da peça 27, a aprovação pela AGE se daria em 30/5/2018 e o lançamento do edital do leilão ficou para 6/6/2018. Com relação a esses prazos informados pela Eletrobras, o presente relatório traz considerações, no tópico 4.2, acerca da análise dos critérios de avaliação e definição de preço mínimo do leilão, bem como da minuta de edital do certame.

48. A estatal esclareceu que a realização de *road show*, etapa a ser conduzida pelo assessor financeiro de venda juntamente com a Eletrobras, tem por objetivo estabelecer contato com os potenciais compradores das participações societárias em SPE, apresentando cada empreendimento e discutindo os diversos aspectos referentes à venda das participações (peça 16, p. 4).

49. No curso da auditoria, em 23/2/2018, foi emitido Comunicado ao Mercado estabelecendo as 70 SPEs que seriam colocadas à venda por intermédio de leilão. A Eletrobras informou que, por razões de ordem prática, as 70 SPEs foram agrupadas em 17 lotes. Os critérios utilizados para a formação dos lotes estão listados a seguir (peça 16, p. 8):

- I. Separação por segmento (geração eólica e transmissão);
- II. Agrupamento das SPE eólicas por complexo visando capturar sinergias associadas a operação e manutenção, que em todos os casos apresentam os mesmos sócios;
- III. Separação das SPE de transmissão em lotes individuais, à exceção de ativos que tenham rigorosamente os mesmos sócios;
- IV. Eliminação das SPE exclusivamente com sócios estatais com participação do Estado na empresa controladora acima de 90%;
- V. Eliminação das SPE de transmissão com valor contábil inferior a R\$ 20 milhões;
- VI. Eliminação de SPE com venda caracterizada como oportunidade de negócio;
- VII. Eliminação de SPE que não obtiveram anuência para transferência das ações para a holding.

50. Os 17 lotes que contemplam as 70 SPEs que serão colocadas à venda por meio do leilão podem ser visualizados na tabela seguinte:

Tabela 4 – Carteira de SPEs que serão objeto de desinvestimento.

Lote	Empreendimentos	Participação Eletrobras	Nº de SPEs	UF
SPEs de Geração Eólica			59	
1	Eólica Serra das Vacas Holding S.A. (EOL Serra das Vacas I a IV)	49,00%	5	PE

2	Chapada do Piauí I Holding S.A. (EOL Santa Joana IX a XVI)	49,00%	15	PI
	Chapada do Piauí I Hlding S.A. (EOL Santa Joana I, III, IV, V, VII e Santo Augusto IV)	49,00%		
3	Vam Cruz I Participações S.A. (EOL Caiçara I e II e Junco I e II)	49,00%	5	RN
4	Pedra Branca S.A.	49,00%	8	BA
	São Pedro do Lago S.A.	49,00%		
	Sete Gameleiras S.A.	49,00%		
	Baraúnas I Energética S.A.	49,00%		
	Mussambê Energética S.A.	49,00%		
	Morro Branco I Energética S.A.	49,00%		
	Baraúnas II Energética S.A.	1,50%		
	Banda do Couro Energética S.A.	1,70%		
5	Brasventos Eolo Geradora de Energia S.A.	49,00%	3	RN
	Rei dos Ventos 3 Geradora de Energia S.A.	49,00%		
	Brasventos Miassaba 3 Geradora de Energia S.A.	49,00%		
6	Geradora e Comercializadora de Energia Elétrica S.A. (EOL Mangue Seco 2)	49,00%	1	RN
7	Santa Vitória do Palmar Holding S.A. (EOL Verace I a X) e Chuí Holding S.A. (EOL Chuí I, II, IV e V e Minuano I e II)	78,00%	18	RS
8	Eólica Hermenegildo I S.A.	99,99%	4	RS
	Eólica Hermenegildo II S.A.	99,99%		
	Eólica Hermenegildo III S.A.	99,99%		
	Eólica Chuí IX S.A.	99,99%		
SPEs de Transmissão			11	
9	Amazônia-Eletronorte Transmissora de Energia S.A.	49,00%	1	MT
10	Brasnorte Transmissora de Energia S.A. (BRASNORTE)	49,71%	1	MT
11	Companhia de Transmissão Centroeste de Minas S.A. (CENTROESTE)	49,00%	1	MG
12	Empresa de Transmissão do Alto Uruguai S/A (ETAU)	27,42%	1	RS/S C
13	Luziânia-Niquelândia Transmissora S.A. (LUZIÂNIA-NIQUELÂNDIA)	49,00%	1	GO
14	Transmissora Matogrossense de Energia S.A. (TME)	49,00%	1	MT
15	Companhia Transirapé de Transmissão (TRANSIRAPÉ)	24,50%	3	MG
	Companhia Transleste de Transmissão (TRANSLESTE)	24,00%		
	Companhia Transudeste de Transmissão (TRANSUDESTE)	25,00%		
16	Uirapuru Transmissora de Energia S.A.	75,00%	1	PR
17	Manaus Transmissora de Energia S.A. (MANAUS TR)	49,50%	1	AM/P A
TOTAL			70	

Fonte: Conjunto de dezessete lotes da carteira de desinvestimentos (peça 14, p. 56-57).

Nota: Com exceção dos lotes 7, 8 e 16, todos os demais envolvem participações minoritárias, ou seja, não há poder de controle por parte da Eletrobras.

51. Nada obstante, a companhia aduz que a adoção da estratégia de leilão não exclui peremptoriamente a adoção da forma alternativa de venda para determinados ativos dentro do abrigo da oportunidade de negócio, conferido pelo art. 28, §§ 3º, inciso II, e 4º, da Lei 13.303/2016 (peça 14, p. 4). Às p. 6-8 da peça 20 constam a relação de três negociações de SPE que estão sendo conduzidas de forma paralela ao leilão, e às p. 1-2 da peça 18 constam as cinco SPE cuja venda foi comunicada ao mercado, mas que não foram incluídas no leilão, por razões diversas.

2.2. Da Sistemática de Desinvestimentos em SPE da Eletrobras

52. Com o objetivo de estabelecer a orientação da Alta Administração para a alienação de ativos dessas parcerias, apresentando regras de governança, transparência e práticas para orientar a condução do desinvestimento de ativos em SPE do Sistema Eletrobras (peça 26, p. 87-88), foi elaborada a Sistemática de Desinvestimento em SPE na Eletrobras (peça 26).

53. A elaboração contou com a participação de diversas áreas da *Holding*, sob a coordenação do Grupo de Trabalho formado em decorrência da RES-746/2017. Na Sistemática foram apresentados os principais pontos atinentes aos princípios, a visão macro dos processos e principais produtos, o fluxo geral de cada processo, as aprovações internas requeridas, a assinatura dos instrumentos e a matriz de responsabilidades das áreas da *Holding* envolvidas, bem como o tema referente ao sigilo de informações, a ser considerado em virtude dos dispositivos previstos nos Acordos de Acionistas e outros documentos corporativos.

54. Ao apresentar a visão macro dos processos e principais produtos para operacionalização das ações de desinvestimentos (peça 8, p. 10), a Sistemática divide o processo de desinvestimentos em quatro fases, conforme abaixo:

1. Estruturação do Programa de Desinvestimento: Programa de Desinvestimento
2. Desenvolvimento do Plano de Alienação de Ativo: Plano de Alienação de Ativo
3. Alienação de Ativo: Relatório de Resultado da Alienação de Ativo
4. Fechamento da Alienação: Transferência das Ações ou da participação societária

Desinvestimento em SPE

Visão Macro dos Processos



Fonte: Sistemática de Desinvestimento em SPE (peça 8, p. 10).

55. Conforme descrito no documento à p. 46 da peça 26, a estatal entende que os seguintes benefícios resultam da implementação da Sistemática: melhores práticas de governança; maior transparência; e atendimento a requisição do Ofício 448-1/2017 do TCU.

56. Em termos de abrangência, deve a Sistemática ser aplicada na Eletrobras e nas suas empresas controladas que, ao aplicarem, devem observar suas estruturas organizacionais, seus próprios Estatutos Sociais e demais documentos societários que regulem sua governança. A Diretoria Executiva da Eletrobras, por sua vez, é responsável por conduzir o desinvestimento de ativos em SPE do Sistema Eletrobras (peça 26, p. 46).

57. Feita essa contextualização, passar-se-á adiante ao exame das questões analisadas pela equipe. Primeiramente, aborda-se a fundamentação jurídica para os desinvestimentos em SPE. Em seguida, explicita-se a questão dos direitos de preferência, que ensejam algumas peculiaridades nessas vendas. Adiante, faz-se uma análise dos pontos da Sistemática e, na sequência, verifica-se se estão mitigados ou não, no processo de desinvestimentos em SPE conduzido pela Eletrobras, os riscos apontados no trabalho anterior no âmbito do TC 013.056/2016-6 (que tratou dos desinvestimentos da Petrobras. Ao final, apontam-se algumas questões a serem observadas em etapas subsequentes do acompanhamento.

3. FUNDAMENTAÇÃO E ESTRUTURAÇÃO DA SISTEMÁTICA

3.1. Fundamentação Jurídica para Desinvestimento em SPE

58. A fim de obter uma análise jurídica a respeito do seu programa de desinvestimento, a Eletrobras contratou o escritório de advocacia Souza, Cescon, Barrieu & Flesch Advogados, que elaborou o memorando que compõe o Anexo II à Nota Técnica PR – Desinvestimento em SPE – Proposta de Atuação (peça 21, p.

50-77).

59. No memorando, o escritório de advocacia apresenta informações históricas sobre a criação da Eletrobras e passa a analisar as implicações das Leis 8.666/1993 (Lei de Licitações), 13.303/2016 (Lei de Responsabilidade das Estatais), 3.980-A/1961 (Lei de Criação da Eletrobras), 9.491/1997 (Lei do Programa Nacional de Desestatizações – PND), e 13.334/2016 (Lei do Programa de Parcerias de Investimentos – PPI) nas operações societárias destinadas a implementar o desinvestimento da Eletrobras.

60. O memorando aponta que, a partir da edição da Lei 13.303/2016, as estatais deixaram de se submeter ao regime da Lei de Licitações, salvo nos casos pontuais previstos na própria Lei de Responsabilidade das Estatais (arts. 41 e 55, inciso III, da Lei 13.303/2016).

61. Considerando a regra de transição estabelecida no art. 91 da Lei de Responsabilidade das Estatais, até junho de 2018 as Estatais têm as seguintes alternativas no que tange às suas contratações e alienações, de acordo com o texto do memorando: se valer da Lei 8.666/1993; ou, nos casos em que tais procedimentos não envolvam matérias cujo tratamento dependa de regulamento (incisos I a VI do *caput* do art. 71 da Lei 13.303/2016), aplicar a Lei 13.303/2016.

62. De fato, o art. 91 da Lei 13.303/2016 estabelece o seguinte:

Art. 91. A empresa pública e a sociedade de economia mista constituídas anteriormente à vigência desta Lei deverão, no prazo de 24 (vinte e quatro) meses, promover as adaptações necessárias à adequação ao disposto nesta Lei.

...

§ 3º Permanecem regidos pela legislação anterior procedimentos licitatórios e contratos iniciados ou celebrados até o final do prazo previsto no *caput*.

63. O memorando, na verdade, quis dizer que os incisos I a VI do *caput* do art. 71 do Decreto 8.945/2016, que regula a Lei de Responsabilidade das Estatais, são aqueles que dependem de regulamentação. O Decreto estabelece que o regime de licitação e contratação da Lei 13.303/2016 é autoaplicável, exceto quanto ao disposto nos mencionados incisos do seu art. 71.

64. Na sequência, o documento aborda as imposições da Constituição Federal e das demais legislações pertinentes para a participação de estatais em parcerias público-privadas em sentido amplo. O inciso XX do art. 37 da Carta Magna prevê a necessidade de haver autorização legislativa para que empresas públicas, sociedades de economia mista e fundações possam ter participação em empresas privadas. O art. 2º, § 3º, da Lei 13.303/2016, estabelece que essa autorização não se aplica a participações autorizadas pelo Conselho de Administração em linha com o plano de negócios da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas respectivas subsidiárias, conforme abaixo:

“Art. 2º A exploração de atividade econômica pelo Estado será exercida por meio de empresa pública, de sociedade de economia mista e de suas subsidiárias.

...

§ 2º Depende de autorização legislativa a criação de subsidiárias de empresa pública e de sociedade de economia mista, assim como a participação de qualquer delas em empresa privada, cujo objeto social deve estar relacionado ao da investidora, nos termos do inciso XX do art. 37 da Constituição Federal.

§ 3º A autorização para participação em empresa privada prevista no § 2º não se aplica a operações de tesouraria, adjudicação de ações em garantia e participações autorizadas pelo Conselho de Administração em linha com o plano de negócios da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas respectivas subsidiárias.”

65. Ao analisarmos os mencionados argumentos do memorando, o entendimento poderia se dar no sentido de que o dispositivo acima mencionado, da Lei 13.303/2016, estaria se opondo ao mandamento constante do art. 37, inciso XX, da nossa Constituição, por permitir que autorização do Conselho de Administração das entidades abrangidas seja suficiente para que se concretize a participação de uma estatal em uma empresa privada, desde que o objeto da empresa privada esteja em linha com o plano de negócios da empresa do governo.

66. Há que se atentar, contudo, ao teor do art. 173, § 1º, da Constituição Federal, associado a autorizações genéricas, a exemplo da concedida à Eletrobras, por meio do art. 15, § 1º, da Lei 3.890-A/1961,

para participar em sociedades, com ou sem poder de controle, no Brasil ou no exterior, que se destinem direta ou indiretamente à exploração da produção, transmissão ou distribuição de energia elétrica.

67. Portanto, no caso da Eletrobras, dada a autorização legal para tais participações, por meio do art. 15, § 1º, da Lei 3.890-A/1961, em linha com o disposto no art. 37, inciso XX, da CF/1988 e com o art. 2º, § 1º, da Lei 13.303/2016, entende-se que não há que se questionar, via de regra, a participação da Eletrobras em empreendimentos que estejam em linha com o seu plano de negócios, respeitem as limitações de atuação impostas pela Lei 3.890-A/1961, estejam vinculados ao objeto social da empresa e devidamente aprovados pelo Conselho de Administração da estatal, em atendimento às exigências do art. 8º do Decreto 8.945/2016.

68. Adentrando em sua análise sobre o regime jurídico da alienação de participações detidas pela Eletrobras em empresas participadas, o memorando aborda a natureza jurídica dessas empresas, a disciplina da alienação de participações acionárias em empresas prevista na Lei 13.303/2016, e a criação e alienação de subsidiárias de forma vinculada ao desinvestimento.

69. Quanto à natureza jurídica das empresas participadas, o texto afirma que, embora contem com a participação estatal, estas empresas não se confundem com as subsidiárias, não integram a Administração Pública e não se sujeitam ao regime de direito público. Em síntese, no entender dos pareceristas: são empresas privadas (peça 21, p. 58).

70. Menciona-se, ainda, o voto condutor do Acórdão 1.220/2016-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Bruno Dantas, no âmbito do TC 003.330/2015-0, inserido no memorando (peça 21, p. 58), que tangenciou a natureza jurídica das empresas participadas, tendo sido afirmado que as empresas público-privadas não se subordinam ao regime de direito público. O Voto foi proferido no contexto de contratações diretas de empresas público-privadas, com fundamento no art. 24, inciso XXIII, ou no art. 25, da Lei de Licitações, e diz respeito ao fato de essas empresas, embora possuidoras de ente público em seus quadros societários, deverem atuar em igualdade de condições com toda a iniciativa privada, sem que lhes seja conferida qualquer tipo de vantagem perante o poder público.

71. Nos termos do documento (peça 21, p. 59), considerando a natureza privada das empresas participadas, o sócio estatal se compromete com os demais acionistas por meio dos instrumentos comumente aplicáveis às sociedades comerciais, dentre os quais o acordo de acionista, previsto no art. 1º, § 7º, inciso I, da Lei 13.303/2016, e no art. 9º, § 1º, inciso I, do Decreto 8.945/2016.

72. O memorando finaliza suas considerações acerca da natureza jurídica das empresas participadas nos seguintes termos (peça 21, p. 59-60):

Portanto, uma vez autorizado a participar de empresa privada, nos termos do inciso XX do artigo 37 da Constituição Federal, a decisão de fazê-lo se insere na seara da gestão e estratégia empresarial da estatal, e o negócio dali derivado vincula os sócios público e privado em pé de igualdade, nos termos dos compromissos pactuados nos instrumentos de direito societário porventura formalizados, cujo descumprimento traz suas consequências.

Assim como a decisão de participar destas empresas tem origem em decisão de estratégia empresarial, a decisão de desfazer a parceria público-privada societária se funda nas mesmas prerrogativas do Estado-empresário e lhe imporá o cumprimento das obrigações de:

(a) respeitar os compromissos assumidos junto aos demais acionistas, por força de acordos de acionistas e instrumentos congêneres;

(b) submeter a alienação às regras e preços de mercado, conforme procedimentos padrões aplicáveis às sociedades anônimas; e

(c) zelar pela adoção de estratégia de venda que potencialize seus benefícios e os valores das ações ofertadas, na busca da maior *vantajosidade* na operação, segundo as condições de mercado.

73. Portanto, nos termos do memorando (peça 21, p. 58), restaria a conclusão de que as empresas nas quais o Estado participe como sócio, sem exercer a preponderância do poder de controle, sem que lhe seja possível eleger a maioria dos administradores ou dominar as deliberações sociais, têm natureza jurídica de direito privado.

74. Quanto à disciplina da alienação de participações acionárias em empresas participadas, o memorando aborda a nova disciplina trazida pelo art. 28 da Lei 13.303/2016. O dispositivo fixa o princípio geral da licitação para as contratações de terceiros pelas estatais, destinadas à prestação de serviços. Em lista

exemplificativa de possíveis contratações de terceiros por essas entidades, o mandamento legal menciona a prestação de serviços de engenharia e de publicidade, a aquisição e a locação de bens, a alienação de bens e ativos integrantes de seu patrimônio, a execução de obras a serem integradas ao seu patrimônio, bem como a implementação de ônus real sobre tais bens.

Art. 28. Os contratos com terceiros destinados à prestação de serviços às empresas públicas e às sociedades de economia mista, inclusive de engenharia e de publicidade, à aquisição e à locação de bens, à alienação de bens e ativos integrantes do respectivo patrimônio ou à execução de obras a serem integradas a esse patrimônio, bem como à implementação de ônus real sobre tais bens, serão precedidos de licitação nos termos desta Lei, ressalvadas as hipóteses previstas nos arts. 29 e 30.

75. As exceções à regra contida no caput do art. 28 de Lei de Responsabilidade das Estatais estão indicadas nos artigos 28, §§ 3º e 4º, 29 e 30 da mesma lei. O art. 29, XVIII, estabelece ser dispensável a realização de licitação por empresas públicas e sociedades de economia mista nos casos de compra e venda de ações, de títulos de crédito e de dívida e de bens que produzam ou comercializem.

76. Nesse contexto, o memorando do escritório de advocacia Souza, Cescon, Barrieu & Flesch Advogados ressalta o § 3º, inciso II, e o § 4º, do art. 28 da Lei 13.303/2016, os quais preveem:

Art. 28 ...

§ 3º São as empresas públicas e as sociedades de economia mista dispensadas da observância dos dispositivos deste Capítulo nas seguintes situações:

...

II - nos casos em que a escolha do parceiro esteja associada a suas características particulares, vinculada a oportunidades de negócio definidas e específicas, justificada a inviabilidade de procedimento competitivo.

§ 4º Consideram-se oportunidades de negócio a que se refere o inciso II do § 3º a formação e a extinção de parcerias e outras formas associativas, societárias ou contratuais, a aquisição e a alienação de participação em sociedades e outras formas associativas, societárias ou contratuais e as operações realizadas no âmbito do mercado de capitais, respeitada a regulação pelo respectivo órgão competente.

77. O memorando se posiciona afirmando que a extinção de parcerias societárias pela Eletrobras, mediante alienação de suas participações em empresas participadas, não é obrigatoriamente regida pelo art. 17, inciso II, alínea “c” da Lei 8.666/93, tendo em vista a faculdade estabelecida pela Lei de Responsabilidade das Estatais quanto à aplicação da Lei de Licitações (peça 21, p. 62).

78. Tampouco se aplicaria ao caso, conforme o documento, a dispensa prevista no art. 29, inciso XVIII, da Lei 13.303/2016 (compra e venda de ações), ante a regra própria criada pela Lei de Responsabilidade das Estatais para as oportunidades de negócios. De acordo com o memorando, as extinções de parcerias e a alienação de participações em sociedades, pela Eletrobras, se encaixariam justamente nas oportunidades de negócios previstas na Lei 13.303/2016.

79. Nessa linha, o documento assevera que as operações a serem realizadas pela Eletrobras, mais que uma venda de ações no mercado de capitais, se destinam a promover a extinção de parcerias societárias que deixaram de atender aos objetivos estratégicos da Companhia (peça 21, p. 63).

80. No que tange ao ponto aqui tratado (disciplina da alienação de participações acionárias em empresas participadas), cumpre registrar que a justificativa da Estatal para o desfazimento de suas posições em SPE eólicas e de transmissão se deu no sentido de melhorar o perfil de endividamento da empresa, e não pelo fato dessas parcerias societárias terem deixado de atender aos objetivos estratégicos da Eletrobras, consoante resposta encaminhada pela Estatal (peça 14, p. 1-2).

81. A argumentação para que a Estatal prosseguisse no caminho do desinvestimento em ativos se baseou na conclusão dos gestores quanto à necessidade de reduzir o resultado da equação “dívida líquida/EBITDA”, e não no fato de os empreendimentos incluídos no rol dos ativos alienáveis terem deixado de fazer parte da estratégia da empresa.

82. O documento afirma, na essência, que essas alienações prescindiriam de avaliação formal e seria inaplicável a licitação a elas. Tal entendimento foi em parte corroborado pela Eletrobras, em resposta a questionamento da equipe de auditoria (peça 18, p. 3):

No entendimento da Eletrobras os desinvestimentos em SPEs se enquadram em casos de inaplicabilidade de licitação ou de dispensa de licitação, conforme art. 28 § 3º e 4º e art. 29, inciso XVIII c/c art. 49, inciso I, da Lei 13.303/2016, bem como no art. 6º, item 1, do Regulamento de Licitações e Contratos da Eletrobras, aprovado pelo Conselho de Administração da Eletrobras em 29.09.2017.

Contudo, após a decisão da Administração da Eletrobras de alienação das participações societárias em SPEs por meio de leilão, onde se espera maior competição pela venda dos ativos, em parte influenciada na queda das taxas de juros a partir de 2017, e consequentemente maior retorno para a Eletrobras.

83. Um dos doutrinadores em que o memorando se apoia para firmar seu entendimento procura diferenciar inaplicabilidade de inexigibilidade de licitação, afirmando, contudo, serem conceitos que guardam proximidade. Seu texto pondera que até o surgimento da Lei 13.303/2016 as hipóteses de inaplicabilidade de licitação eram enquadradas como inexigibilidade. A diferenciação entre os conceitos, segundo o doutrinador, está no fato de, no caso de inexigibilidade, ser inviável a competição, ao passo que, no caso de inaplicabilidade, não se cogitar a licitação, por não haver exigência nesse sentido (peça 21, p. 66-67).

84. Na sequência, os pareceristas firmam seu juízo de valor acerca das regras jurídicas aplicáveis aos desinvestimentos da Eletrobras (peça 21, p. 67):

Portanto, uma vez enquadrados no conceito de “*oportunidade de negócios*” previsto na Lei de Responsabilidade das Estatais – como é o caso dos Desinvestimentos da Eletrobras a serem efetivados mediante alienação de participação societária detida pela Companhia em empresas participadas – o processo prescinde de autorização legal, de avaliação formal e de licitação, como se colhe dos dispositivos examinados, da Lei 13.303/16, aplicável *in casu*.

85. No que tange à análise da conclusão do memorando e do entendimento da Eletrobras no sentido de ser inaplicável a licitação aos casos das alienações aqui tratadas, entende-se necessário destacar a parte final do art. 28, § 3º, inciso II, da Lei 13.303/2016, que estabelece a necessidade de ser justificada a inviabilidade de procedimento licitatório.

86. Para prevalecer a interpretação do art. 28, § 3º, inciso II, da Lei 13.303/2016 nos termos constantes do memorando aqui analisado, ou seja, no sentido de ser inaplicável a licitação, o legislador teria que ter concluído o texto do inciso na palavra “específicas”.

87. Não é o que ocorre. O dispositivo estabelece:

“ ...

II – nos casos em que a escolha do parceiro esteja associada a suas características particulares, vinculada a oportunidades de negócio definidas e específicas, **justificada a inviabilidade de procedimento competitivo.**” (destacou-se)

88. É princípio basilar de hermenêutica jurídica aquele segundo o qual a lei não contém palavras inúteis. As palavras devem ser compreendidas como tendo alguma eficácia. Logo, quando o texto legal inclui o trecho “justificada a inviabilidade de procedimento competitivo”, após a vírgula, ele estabelece a necessidade de se apresentar os motivos pelos quais é inviável a realização de procedimento competitivo no caso concreto.

89. O legislador não dispensou de forma incondicional as estatais de licitar nos casos considerados como oportunidades de negócio, explicitados no § 4º da Lei 13.303/2016. Ele determinou aos gestores, mesmo quando da identificação de situações consideradas como oportunidades de negócios, que justifiquem a inviabilidade de realização de procedimento competitivo. Em outras palavras, a licitação permanece como regra mesmo nos casos de oportunidades de negócio, sendo excetuada apenas quando da inviabilidade de procedimento competitivo.

90. Não se trata de liberalidade concedida ao gestor, no sentido de optar ou não pelo procedimento competitivo. Tampouco há dispensa integral de promoção de competição entre eventuais interessados. Diferentemente do posicionamento do memorando aqui analisado, pela inaplicabilidade de licitação, a regra estabelecida pela Lei das Estatais abre a possibilidade de escolha de parceiros, em oportunidades de negócios, porém impõe que se justifique a inviabilidade de competição nesses casos. Assim, a regra impõe a competição; não sendo viável, exige justificativa.

91. Dessa forma, o posicionamento pela inaplicabilidade de licitação nos casos que venham a ser

classificados como oportunidades de negócio vai de encontro ao estabelecido na parte final do art. 28, § 3º, inciso II, da Lei 13.303/2016. Nesse sentido, da necessária justificativa quanto à inviabilidade de competição, se deu o posicionamento constante do Relatório que antecedeu ao Voto condutor do Acórdão 2.645/2017-TCU-Plenário, de autoria do Ministro Relator José Múcio Monteiro, conforme abaixo:

147. Embora o § 3º do art. 28 do Estatuto trate de licitação dispensada, o inciso II do § 3º, na verdade, trata de inexigibilidade de licitação, pois no final do inciso II consta a expressão ‘justificada a inviabilidade de procedimento competitivo’.

148. No dispositivo citado (inciso II do § 3º do art. 28 da Lei 13.303/2016), é dispensada a licitação entre empresa pública ou sociedade de economia mista nos casos em que a escolha do parceiro esteja associada a suas características particulares, vinculada a oportunidades de negócio definidas e específicas, justificada a inviabilidade de procedimento competitivo.

149. No § 4º do art. 28 é explicitado que se consideram ‘oportunidades de negócio’, a que se refere o inciso II do § 3º, a formação e a extinção de parcerias e outras formas associativas, societárias ou contratuais, a aquisição e a alienação de participação em sociedades e outras formas associativas, societárias ou contratuais e as operações realizadas no âmbito do mercado de capitais, respeitada a regulação pelo respectivo órgão competente.

150. A combinação do art. 28, § 3º, inciso II, com o § 4º do mesmo artigo da Lei 13.303/2016 concede alto grau de discricionariedade às empresas públicas e às sociedades de economia que avaliarão, com parâmetros ainda imprecisos, se as características particulares de parceiros em potencial e oportunidades de negócio definidas e específicas poderão justificar a inviabilidade de procedimento competitivo.

151. Entretanto, como foi apontado no parágrafo 147 desta instrução, no final do inciso II do § 3º do art. 28 é explicitada a necessidade de se justificar a inviabilidade de competição. Portanto, a empresa pública ou sociedade de economia mista somente poderá contratar empresa para prover produtos ou serviços com base nos dispositivos citados (Lei 13.303/2016, art. 28, § 3, inciso II c/c § 4º) se for caracterizada a inviabilidade de competição.

92. Portanto, tendo em vista o posicionamento firmado no memorando dos assessores jurídicos que apoiam a Eletrobras no seu processo de desinvestimento, no sentido de ser inaplicável o procedimento licitatório às alienações de participações da Estatal que forem consideradas oportunidades de negócio, nos termos fixados pelo art. 28, § 4º, da Lei 13.303/2016, e a fim de evitar que processos de alienação venham a ser questionados, ou até mesmo anulados, mais à frente, cumpre propor, tendo em vista o art. 28, §3º da Lei 13.303/2016, determinação para que a Estatal preveja em seus normativos que, nas situações que venham a ser enquadradas como oportunidade de negócio, somente deixe de promover processos competitivos naqueles casos em que restar justificada a inviabilidade desses procedimentos.

93. Superado o ponto controverso acerca da regra geral de se licitar, contida no artigo 28 da Lei de Responsabilidade das Estatais, mais especificamente tendo restado firmado o entendimento quanto à necessidade de se justificar a inviabilidade de competição nos casos que vierem a ser enquadrados como oportunidade de negócios, passamos à análise acerca da conclusão do memorando pela prescindibilidade de realização de avaliação formal dos ativos incluídos no processo de desinvestimento da Eletrobras.

94. O documento procura reunir os conteúdos dos artigos 28 e 49 da Lei 13.303/2016 no intuito de concluir serem dispensáveis as avaliações formais dos ativos a serem alienados.

95. O artigo 28 da Lei de Responsabilidade das Estatais impõe às empresas públicas e às sociedades de economia mista a regra geral de licitar, estabelece as possibilidades de dispensa de licitação e define o que são consideradas oportunidades de negócio. O artigo 49 estabelece que a alienação de bens por essas empresas será precedida de avaliação formal e de licitação, ressalvadas as previsões constantes do art. 28, § 3º, da referida Lei, *verbis*:

Art. 49. A alienação de bens por empresas públicas e por sociedades de economia mista será precedida de:

I – avaliação formal do bem contemplado, ressalvadas as hipóteses previstas nos incisos XVI a XVIII do art. 29;

II – licitação, ressalvado o previsto no § 3º do art. 28.

96. O artigo 29 da Lei 13.303/2016 estabelece situações em que a licitação é dispensável. O seu

inciso XVIII, elencado como ressalva no inciso I do artigo 49, acima transcrito, prevê ser dispensável a licitação na compra e venda de ações, de títulos de crédito e de dívida e de bens que produzam ou comercializem as empresas públicas e as sociedades de economia mista.

97. Da forma como se posicionam os assessores jurídicos contratados pela Eletrobras em seu memorando, o patrimônio público detido pela Estatal, compreendido por participações em SPE, poderia ser alienado para quem os tomadores de decisão escolhessem, sem a necessidade de abrir ao mercado a possibilidade de aquisição por meio de procedimento licitatório, sem a necessidade de justificar a opção por não proceder a certame competitivo nessas alienações e, ainda, sem que fosse necessário sequer valorar previamente esse patrimônio a ser alienado.

98. Entende-se de forma contrária. As participações da Eletrobras em SPEs, a serem alienadas, têm necessariamente que ser valoradas. A correta e precisa avaliação dessas participações, dentro das técnicas comumente utilizadas pelo mercado, é justamente o ponto que indicará à sociedade o valor mínimo a partir do qual a venda do ativo será um bom negócio para a Estatal, consequentemente atendendo ao interesse público primário. Nessa linha preconiza o Decreto 9.188/2017, que, em seu art. 7º, estabelece a necessidade de se observar os princípios da publicidade e da transparência nas alienações de ativos pelas estatais, além de tratar das avaliações econômico-financeiras em seu § 2º.

99. A partir da determinação do valor mínimo de venda de determinado ativo, o interesse passa a ser pela alienação ao maior valor possível obtido. Daí serem cruciais ao processo tanto a acurácia da avaliação dos ativos quanto a disponibilização aos interessados que comprovarem condições de adquiri-los. Não se vislumbra necessidade de proposta de determinação nesse sentido porque, na prática, a Eletrobras contemplou em seus procedimentos a valoração dos ativos e o estabelecimento de um preço mínimo, conforme apontam a Sistemática de Desinvestimentos em SPE (peça 8) e o documento “Procedimento para definição de preço mínimo das participações em SPE objeto de desinvestimento”, aprovado pela Resolução da Diretoria Executiva 263/2018 (peça 23).

100. Na sequência do memorando, os assessores jurídicos comentam quanto à possibilidade de criação de subsidiárias de forma vinculada ao desinvestimento, o que se daria no caso de criação de *subholdings* que concentrariam ativos de geração e de transmissão não alienados na etapa de venda direta de participações nas SPEs (peça 21, p. 72-73).

101. O disposto no memorando prevê que os ativos não alienados na primeira etapa do processo podem ser aglutinados em empresas que venham a ser criadas para o fim de gerir esses ativos remanescentes (peça 8, p. 76), e defende que a essas empresas se aplicarão regras destinadas às estatais, pelo fato de que elas deterão patrimônio público e serão diretamente controladas pela Eletrobras.

102. Nada obstante, de acordo com o posicionamento do memorando seriam aplicadas às alienações de participações dessas empresas as mesmas regras defendidas pelos assessores jurídicos para as alienações de participações da Eletrobras, assunto tratado nos parágrafos anteriores.

103. Por fim, os assessores jurídicos comentam sobre a não aderência do processo de desinvestimento da Eletrobras às Leis 9.491/1997 e 13.334/2016. O memorando assevera que os desinvestimentos da Eletrobras são decorrentes de decisão típica de gestão empresarial, e não de políticas concebidas para atender os objetivos governamentais vigentes em um determinado cenário político e econômico.

104. Dessa forma, de acordo com o memorando, os desinvestimentos não guardam pertinência com o Programa Nacional de Desestatização – PND (Lei 9.491/1997) nem com a sua reedição, o Programa de Parcerias em Investimentos (Lei 13.334/2016).

105. Tal entendimento se mostra em linha com o disposto no Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, da relatoria do Min. José Múcio, que, ao apreciar a Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras, não viu identidade entre os objetivos do programa de desinvestimento da petroleira – que possuíam caráter interno, relativo às finanças da companhia, com a busca de aumento da liquidez de curto prazo e a consequente redução de sua alavancagem – e os objetivos fundamentais do PND, enumerados nos incisos do art. 1º da Lei 9.491/1997, que denotam finalidades mais abrangentes, atinentes à economia brasileira como um todo.

106. Assim, concorda-se com a inaplicabilidade da Leis do PND e do PPI no caso concreto de alienações de participações em SPEs pela Eletrobras, e não pela União como prevê o PND. Os

desinvestimentos da Estatal figuram como ato de gestão negocial da empresa em busca do cumprimento de objetivos definidos em seu plano de negócios e não uma decisão do Estado, como se dá no PND. Nada obstante, em entendimento similar ao suscitado no relatório que acompanhou o voto condutor do Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, a atração do regime previsto no PND só se mostraria aplicável caso as participações em SPEs do grupo Eletrobras viessem a ser incluídas no programa por força de Decreto do Presidente da República, devidamente justificada após indicação do Conselho do Nacional de Desestatização, cujas atribuições atualmente foram incorporadas pelo Conselho do PPI, nos termos da Lei 13.334/2014.

107. Além das discussões acerca dos dispositivos constantes da Lei 13.303/2016, a equipe procurou entender se a atuação da Eletrobras estaria em linha com as práticas constantes do Decreto 9.188/2017, que estabelece regras de governança, transparência e boas práticas de mercado para a adoção de regime especial de desinvestimento de ativos pelas sociedades de economia mista federais.

108. Questionados pela equipe quanto à adesão ou não da Eletrobras ao regime especial de desinvestimento de ativos previsto no Decreto 9.188/2017, os gestores informaram que não houve adesão da Estatal. Contudo, afirmaram que os princípios de governança, transparência e boas práticas constantes do referido Decreto inspiraram a elaboração da Sistemática de Desinvestimento. Mencionaram os dispositivos da Sistemática de Desinvestimento que estão alinhados com os objetivos contidos no Decreto e asseveraram que a proposta de alienação das SPEs no formato de leilão, conforme “Comunicado ao Mercado”, de 23/2/2018, visa atender aos incisos II e VI do art. 2º do Decreto 9.188/2017 (peça 16, p. 1-2).

109. Em outro questionamento, considerando a deliberação do Conselho de Administração da Eletrobras 208/2017, que aprovou o Regulamento de Licitações e Contratos da Estatal, e o memorando dos assessores jurídicos contratados, analisado acima, a equipe arguiu qual deles teria sido utilizado inicialmente e qual serviria atualmente como fundamentação jurídica para os desinvestimentos em SPEs, além de ter perguntado se o escritório Souza Cescon teria participado na elaboração do Regulamento de Licitações e Contratos (peça 17).

110. Os gestores informaram que o escritório contratado para desenvolver o memorando não teve nenhuma participação na elaboração do Regulamento de Licitações e Contratos da Estatal, a qual contou com a assessoria do Dr. Joel Niebhur, contratado com base no art. 25, inciso II, da Lei 8.666/1993, combinado com o artigo 13, inciso III, da mesma Lei. Além disso, afirmaram ter sido decidido que a alienação das suas participações societárias será preferencialmente realizada no formato de leilão, conforme comunicado ao mercado de 23/2/2018, podendo haver a opção pela negociação direta, à exemplo do ocorrido no caso da Integração Transmissora de Energia S.A. (Intesa), desde que enquadrado como oportunidade de negócio, nos termos da Lei 13.303/2016 (peça 18, p. 2-3).

3.2. Peculiaridades das alienações de participações em SPE: direitos de preferência

111. Em função da existência de direitos de preferência estabelecidos nos acordos de acionistas das SPE, entende-se necessária breve exposição da questão, visto que resulta em particularidade nos desinvestimentos em SPE do grupo Eletrobras.

112. O relacionamento jurídico entre a Eletrobras e seus parceiros privados, nas SPEs constantes do processo de desinvestimento cuja sistemática é aqui analisada, é regido conforme as normas de direito privado, da mesma forma que ocorre entre duas sociedades privadas. O instrumento de pacificação das relações jurídicas e dos interesses divergentes dentro da sociedade é, primordialmente, o acordo de acionistas, em que são tabuladas as regras acordadas entre os sócios participantes do empreendimento.

113. No que diz respeito aos acordos de acionistas firmados entre a Eletrobras e sócios privados, nas SPE, a equipe endereçou questionamentos aos gestores (peça 15), por meio dos quais procurou compreender se eventuais direitos de preferência previstos nesses acordos só surgiriam a partir do momento em que houvesse uma proposta de terceira parte para adquirir as participações da Eletrobras nas SPE.

114. Em resposta, os gestores informaram que a opção pela alienação das participações societárias da Estatal preferencialmente no formato de leilão marcará a mercado o preço de cada um dos lotes. Com isso, os direitos de preferência, nos casos em que o respectivo acordo de acionistas assim estabelecer, somente serão exercidos após a realização do leilão, quando houver proposta válida para o lote. Na ausência de proposta válida o direito de preferência restará inviabilizado, pois não haverá oferta de compra a ser igualada

pelos titulares do direito de preferência (peça 16, p. 3-4).

115. Os gestores asseveraram que a adoção da estratégia do leilão não exclui peremptoriamente a adoção da forma alternativa de venda para determinados ativos, dentro da previsão de oportunidade de negócio estabelecida pela Lei 13.303/2016 (peça 16, p. 4). Na linha do entendimento esposado na parte da fundamentação jurídica acima exposta, entende-se pela necessidade de justificar a inviabilidade de competição nos casos de enquadramento de alienações como oportunidade de negócio. Em todos os casos, entende-se relevante exame minudente do disposto nos acordos de acionistas.

116. Tendo isso em vista, a equipe questionou à Eletrobras a respeito do mapeamento do conteúdo dos acordos de acionistas, de modo a identificar e compreender o impacto da incidência de: direitos de preferência na hipótese de alienação direta de ações de emissão das SPE; aplicabilidade do direito de preferência a alienações indiretas; direito de venda conjunta (*Tag Along*); obrigação de vender as ações caso o acionista majoritário decida vender sua participação (*Drag Along*); direito de veto em relação à transferência de ações a um terceiro adquirente, desde que devidamente justificado; e prazos para manifestação do sócio. A Eletrobras encaminhou planilha em resposta (peça 16 – item não digitalizável).

117. Acerca das espécies do direito de preferência, 66 (sessenta e seis) dos 70 (setenta) casos contêm acordos que preveem a denominada *First Refusal/Last lock*, um dos tipos de cláusula que institui um direito de preferência de um ou mais sócios na aquisição das quotas ou ações dos demais, por ocasião de sua alienação. Este tipo de cláusula concede ao seu titular o direito de tomar conhecimento de todas as ofertas formuladas em face do patrimônio societário sendo alienado. O titular do direito de *first refusal* poderá adquirir as quotas ou ações simplesmente igualando, ao final, a maior oferta. A planilha (peça 16 – item não digitalizável) indica, também, o prazo de que dispõem os detentores desse direito para se manifestar, em cada caso. Os prazos com maior ocorrência na planilha são de 30 (trinta) e de 60 (sessenta) dias.

118. Outra informação constante da tabela resumo dos acordos de acionistas diz respeito aos acordos que contêm cláusulas de *tag along*, segundo as quais o acionista minoritário possui o direito de negociar as suas ações nos exatos termos (ou muito próximos) da negociação das ações dos acionistas majoritários, e cláusulas de *drag along*, segundo as quais os acionistas minoritários são obrigados a vender as suas ações caso o acionista majoritário decida se desfazer de sua participação.

119. A planilha indica que em 46 (quarenta e seis) dos 70 (setenta) acordos de acionistas considerados não há cláusulas de *tag along* ou de *drag along*. Nos demais 24 (vinte e quatro) casos há ocorrências de apenas uma ou de ambas as cláusulas simultaneamente (peça 16 – item não digitalizável).

120. A planilha dispõe ainda de colunas denominadas “transferência para coligadas/controladas dispensa o direito de preferência?” e “dispensa direito de preferência em transferência para veículos de investimento?”, sobre as quais nota-se que há dezoito situações em que a transferência para coligadas/controladas dispensa o direito de preferência e vinte situações em que não há dispensa de direito de preferência em transferência para veículos de investimento.

121. Portanto, após a realização do leilão, com a obtenção de proposta firme para determinado ativo ou lote, deverão ser observadas as cláusulas de direito de preferência e aguardados os prazos estabelecidos para que os titulares desses direitos tomem as suas decisões.

3.3. Sistemática de Desinvestimentos em SPE da Eletrobras

122. Em decorrência da necessidade de construir um documento que regesse o processo de desinvestimentos, a Eletrobras elaborou o documento “Sistemática de Desinvestimentos em SPE na Eletrobras” – Sistemática (peça 8), com objetivo de estabelecer a orientação da Alta Administração para alienação de ativos dessas parcerias. O documento foi apreciado em 11/12/2017, por meio da Resolução da Diretoria Executiva 807/2017 e da Deliberação do Conselho de Administração 255/2017.

123. Tendo em vista que o objetivo desta primeira etapa do acompanhamento é analisar a Sistemática e os procedimentos dela decorrentes na condução do processo de desinvestimentos, com o intuito de prevenir a ocorrência de atos danosos ao interesse público, a seguir apresentamos os principais tópicos do documento (com as referências) seguidos de análise sobre seu conteúdo.

124. A Sistemática estabelece regras de governança, transparência e práticas para orientar a condução dos desinvestimentos de ativos em SPEs do Sistema Eletrobras (peça 8, p.4). Vale, portanto, tanto

para a *holding* quanto para suas controladas.

125. A Diretoria Executiva da Eletrobras (DEE) é o órgão responsável por conduzir o desinvestimento de ativos em SPEs (peça 8, p. 4). Percebe-se, portanto, a mitigação de um dos riscos apontados no TC 013.056/2016-6, que analisava a sistemática de desinvestimentos da Petrobras, qual seja, o da não condução à deliberação dos órgãos diretivos de parcela considerável dos atos. No caso da Eletrobras, há previsão na Sistemática de necessidade de aprovação da DEE e do Conselho de Administração em diversas etapas cruciais do processo, sendo que em algumas etapas é requerida ainda aprovação da Assembleia Geral. Tais previsões estão alinhadas com o disposto no § 2º do Decreto 9.188/2017.

126. A Sistemática menciona que a diretoria poderá designar um gestor para o projeto de desinvestimento, para atuar de forma matricial com as demais áreas da Companhia, cabendo ao gestor, entre outros aspectos, acompanhar a condução de todas as etapas previstas na sistemática, articular junto com as áreas envolvidas e articular as informações internas e externas sobre o projeto (peça 8, p. 4-5).

127. Apesar de medida salutar com o intuito de haver uma referência para os projetos, a Eletrobras informou, em resposta a questionamento da equipe de auditoria, que a questão sobre designação de gestores para os projetos ainda não foi apreciada pela DEE, mas que, atualmente, o Grupo de Trabalho criado por resoluções da DEE vem auxiliando na condução do processo de desinvestimentos em SPE (peça 16, p. 3). Nesse contexto, não se vislumbra como necessária a designação do gestor, inclusive pelo fato de não haver tal previsão no Decreto 9.188/2017, ressaltando-se a importância de que a estatal siga os procedimentos previstos em sua Sistemática.

128. Na sequência, o documento menciona as principais leis e decretos que devem ser observados para o desinvestimento (peça 8, p. 6-7). Chama atenção, contudo, o fato de a Sistemática elencar o Decreto 9.188/2017 como um dos normativos a serem observados, mas ter informado, em resposta a questionamento da equipe, que a Eletrobras optou por não aderir ao referido decreto, cuja adesão é facultativa conforma previsão do art. 3º, § 1º (peça 16, p. 1). Tendo em vista a faculdade atribuída pelo Decreto, entende-se que a questão adentra a esfera de discricionariedade do gestor, não obstante deverem ser seguidos os princípios da Administração Pública, esteja ou não a estatal aderindo ao Decreto.

129. A Sistemática prevê que o Relatório à Diretoria Executiva, que tratará da proposta final para o desinvestimento, deverá conter parecer da Integridade Corporativa e ter como anexos todos os documentos indicados de verificação de conformidade documental. Além disso, menciona que nenhuma obrigação ou posição vinculante sejam assumidas antes da apresentação da operação aos órgãos diretivos da companhia (peça 8, p. 8). Tratam-se de medidas salutares que também mitigam o risco de não condução à deliberação dos órgãos diretivos de parcelas consideráveis dos atos.

130. Em seguida, a Sistemática apresenta a visão macro dos processos e principais produtos para operacionalização das ações de desinvestimentos (peça 8, p. 10). Divide-se a visão macro em quatro fases e seus principais produtos, conforme abaixo:

1. Estruturação do Programa de Desinvestimento: Programa de Desinvestimento
2. Desenvolvimento do Plano de Alienação de Ativo: Plano de Alienação de Ativo
3. Alienação de Ativo: Relatório de Resultado da Alienação de Ativo
4. Fechamento da Alienação: Transferência das Ações ou da participação societária

3.3.1. Estruturação do Programa de Desinvestimento: Programa de Desinvestimento

131. A estruturação do programa, que decorre do Plano Estratégico e do Plano Diretor de Negócio e Gestão, compreende diversas etapas, tais quais: seleção dos ativos alvos de desinvestimento, elaboração do programa e constituição de *data room* (peça 8, p. 11-13). Tais etapas já foram ultrapassadas no presente caso em análise. As informações constantes do *data room* constam de resposta a questionamento da equipe de auditoria (peça 16, p. 7-8).

132. Consta ainda como etapas da Estruturação a contratação de Consultoria Financeira e Consultoria Jurídica (peça 8, p. 13). Sobre essas etapas, não há na Sistemática qualquer previsão a respeito do procedimento de contratação das Consultorias Financeira e Jurídica. Conforme será apontado na parte específica deste relatório sobre os riscos observados no TC 013.056/2016-6, é importante que tais contratações sejam precedidas de consulta ao mercado ou, no caso de eventual contratação direta, precedida

da devida justificativa quanto a inviabilidade de competição.

133. Tendo em vista que os consultores terão acesso a informações que podem ser consideradas privilegiadas, é importante também que a Sistemática preveja impedimento para que pessoas jurídicas relacionadas aos consultores não possam participar nas etapas ulteriores do desinvestimento, evitando assim eventual conflito de interesse. Esse aspecto é abordado adiante neste relatório, na parte sobre o risco decorrente da possibilidade de escolha do assessor financeiro sem consulta ao mercado.

3.3.2. Desenvolvimento do Plano de Alienação de Ativo: Plano de Alienação de Ativo

134. Para elaboração do Plano de Alienação de Ativo deve-se levar em conta preliminarmente as previsões dos Acordos de Acionistas, de modo a identificar direitos de preferência, direitos de venda conjunta (*Tag Along*), obrigação de venda de ações (*Drag Along*) e prazos para manifestação dos sócios (peça 8, p. 14).

135. As primeiras etapas da fase de Desenvolvimento do Plano de Alienação previstas na Sistemática são a elaboração de diagnóstico da situação econômico-financeira do ativo, elaboração de diagnóstico da situação societária do ativo, *valuation* do ativo e validação do *valuation* do ativo. O documento aponta que, com relação ao *valuation*, a Consultoria Financeira é a responsável pela elaboração/condução, ao passo que a Diretoria Financeira da *Holding* (DFP) e áreas congêneres nas controladas são responsáveis pela aprovação. Com relação à validação do *valuation*, a DFP é responsável pela elaboração/condução e a Diretoria Executiva – DEE pela aprovação (peça 8, p. 15).

136. Quanto a este ponto, vislumbra-se um problema. A consultoria financeira elabora e conduz o *valuation* do ativo, que é então aprovado pela DFP. Posteriormente, a DFP elabora e conduz a etapa de validação do *valuation* do ativo, que é aprovado pela DEE. Não se percebe a existência de uma avaliação interna independente da externa. Caso a avaliação interna seja elaborada por funcionários que tiveram acesso ou participaram da aprovação da avaliação externa, não se poderia dizer que são avaliações independentes, o que implica que eventuais erros/vieses estariam contidos em ambas.

137. A não previsão explícita de realização de uma avaliação interna, conduzida pelo corpo técnico da Eletrobras, independente da avaliação externa (ou seja, realizada por funcionários que não participaram da validação da avaliação externa), pode comprometer a estratégia de estipular um preço mínimo que contemple tanto a ótica do comprador quanto a do vendedor, pensada pela estatal nas respostas a ofícios de requisição da equipe de auditoria, conforme abaixo:

Portanto, haverá duas avaliações, uma interna e outra externa, sobre os ativos que mostrarão óticas de valor distintas para um mesmo ativo. Ambas as óticas serão consideradas na determinação do preço mínimo dos ativos a serem levados à leilão e, a aprovação desses preços, será levada à alta-administração da Companhia, representada pela Diretoria Executiva e pelo Conselho de Administração. (peça 16, p. 8)

A proposta sobre o Preço Mínimo de cada SPE está pautada para ser apreciada pela Diretoria Executiva da Eletrobras – DEE no dia 16/04/2018. A proposta, que será objeto de apreciação da DEE, é considerar a média aritmética entre os valores das avaliações externa e interna. Tão logo seja aprovada, a documentação será disponibilizada ao TCU. (peça 20, p. 3)

138. Sobre esse aspecto, a companhia informou ainda que, a despeito do Decreto 9.188/2017 (cuja adesão era facultativa), não constituiu Comissão de Avaliação para os desinvestimentos em SPEs, uma vez que a estatal detém área responsável para a elaboração da avaliação econômico-financeira dos ativos em desinvestimentos, sob a visão da Eletrobras, qual seja, o Departamento de Gestão de Investimentos – DFPI (peça 16, p. 7).

139. Em complemento à Sistemática, a Eletrobras apresentou, já na fase final de elaboração deste relatório, a Resolução da Diretoria Executiva 263/2018 e seus respectivos anexos, entre eles o documento “Procedimentos para definição de preço mínimo das participações em SPE objeto de desinvestimento (peça 23, p. 55). Constam nos anexos a previsão da DFPI como responsável pela avaliação interna e a questão de se utilizar uma ótica do vendedor (avaliação interna) e uma ótica do comprador (avaliação externa) com vistas a definição do valor do ativo (peça 23, p. 7), mas não há, tanto na Sistemática quanto no documento citado, menção à necessária independência entre as duas avaliações.

140. Se a área (e equipe) responsável pela avaliação interna participar de qualquer modo da avaliação externa, na prática não haverá duas óticas (do comprador e do vendedor), mas apenas uma, sem que

eventuais vieses sejam corrigidos. Tal problemática é abordada em mais detalhes neste relatório na parte referente ao risco de que a venda vá de encontro à economicidade ou vantajosidade econômica.

141. De qualquer modo, entende-se oportuno, desde logo, recomendar à Eletrobras que preveja em seus normativos que regem os processos de desinvestimentos dispositivos que contemplem a necessária independência entre as etapas de avaliação interna e avaliação externa, ressaltando a importância de os responsáveis por aquela não obterem conhecimento desta.

142. Após a etapa de Validação do *Valuation*, a Sistemática dispõe sobre as etapas de Modelagem de alienação de ativo, Elaboração do Plano de Alienação de Ativo, Contratação de Instituição Financeira Independente e Constituição da Comissão de Alienação (peça 8, p. 16-18). Conforme resposta a ofícios de requisição, são nessas etapas em que se encontra atualmente o processo de desinvestimento das setenta SPEs elencadas na Tabela 4.

143. Importante ressaltar que a contratação de Instituição Financeira Independente (*fairness opinion*), do mesmo modo que a contratação da Consultoria, deve ser precedida de consulta ao mercado ou, no caso de eventual contratação direta, da devida justificativa quanto a inviabilidade de competição. Faz-se necessário pontuar também que pode ser interessante, com o intuito de obter preços mais vantajosos, buscar contratação, em casos vindouros, que englobe os dois serviços em uma só contratação.

144. Ainda em relação à instituição financeira independente, há discrepância entre o previsto na Sistemática e o informado por meio de respostas a ofícios da equipe. A Sistemática indica que a instituição financeira independente deve elaborar atestado sobre o valor justo da alienação (*fairness opinion*), ao passo que a estatal informou que o assessor financeiro contratado não atestará o *fairness opinion* das alienações, uma vez que a venda no formato de leilão marcará a mercado o valor do preço mínimo de cada um dos lotes, sendo, portanto, dispensável a emissão deste atestado (peça 16, p. 5).

145. Entende-se que tal discrepância possa ter ocorrido em função da elaboração da Sistemática de forma célere, em momento em que a estratégia primordialmente pensada não era o leilão. Deve-se enfatizar, no entanto, que a *fairness opinion* mantém sua relevância nos casos de venda fora do leilão, cabendo recomendação nesse sentido.

3.3.3. Alienação de Ativo: Relatório de Resultado da Alienação de Ativo

146. Na fase de Alienação de Ativo, a Sistemática prevê que a alienação em SPE pode ocorrer a partir de duas possibilidades: alienação para o sócio a partir do compromisso estabelecido no Acordo de Acionistas da SPE ou Alienação ao mercado, em processo competitivo, a partir da não manifestação de interesse do sócio (peça 8, p. 19).

147. No entanto, o disposto na Sistemática está desatualizado ante o atual entendimento da Eletrobras manifestado em respostas a ofícios de requisição da equipe. O entendimento, mais razoável e adequado ao contexto, é no sentido de que eventual direito de preferência surgiria apenas a partir da manifestação de interesse de um terceiro, conforme pode ocorrer, por exemplo, após o leilão. É o que se depreende da resposta da Eletrobras (peça 16, p. 3-4):

A decisão da Administração da Eletrobras em alienar suas participações societárias preferencialmente no formato de leilão, conforme Comunicado ao Mercado de 23.02.2018, marcará a mercado o preço de cada um dos lotes. Assim, o referido direito de preferência somente será exercido após o leilão, quando houver proposta válida para o lote. Na ausência de proposta válida o direito de preferência será inviabilizado, já que não haverá “oferta de compra” a ser igualada pelos titulares do direito de preferência.

(...) o direito de preferência somente será exercido após o leilão quando houver proposta válida para o lote.

148. A diferença entre o entendimento da Eletrobras manifestado em respostas aos ofícios e o disposto na Sistemática é que, naquele caso, não há necessidade de previamente consultar o interesse do sócio.

149. Importante ressaltar ainda que não consta na Sistemática qualquer menção explícita ao leilão, procedimento que será utilizado para venda de 70 SPE, havendo, no entanto, menção, na etapa de Implantação de Processo de Alienação, de um processo competitivo.

150. A decisão pela realização de leilão público foi inserida no “Comunicado ao Mercado” da

Eletrobras, de 23/2/2018. De acordo com as respostas dos gestores aos ofícios de requisições da equipe, o leilão deverá seguir a Instrução CVM 400 (peça 16, p. 4), que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário. A Eletrobras informou ainda que alienará as participações societárias por meio de leilão somente nos casos onde os lances forem iguais ou superiores ao Preço Mínimo a ser estabelecido no edital, exceto quando surgirem oportunidades de negócio, nos termos da Lei 13.303/2016 (peça 14, p. 7).

151. Entende-se que a questão do preço mínimo deve ser utilizada não apenas no caso de leilão, mas também em vendas caracterizadas como oportunidade de negócio, de modo que a venda só ocorra se atingido o patamar do preço mínimo, evitando-se destruição de valor para a Estatal.

152. Pelo exposto, entende-se necessário determinar à Eletrobras, tendo em vista os princípios da economicidade e da vantajosidade econômica, que preveja em seus normativos de suporte aos desinvestimentos que a estipulação do preço mínimo nas vendas de participações em SPEs seja utilizada não apenas no caso de leilão, mas também em vendas caracterizadas como oportunidade de negócio, de modo que a venda só ocorra se ultrapassado ou igualado o preço mínimo, evitando-se destruição de valor para a Companhia.

153. Não havia menção explícita na Sistemática à questão do preço mínimo. Posteriormente, já na fase final deste relatório, a Eletrobras encaminhou documento complementar intitulado “Procedimentos para definição de preço mínimo das participações em SPE objeto de desinvestimento” (peça 23, p. 55).

154. Nesta fase de Alienação do Ativo, a comissão de alienação tem participação decisiva, estando responsável pela condução ou aprovação de quase todas as etapas (peça 8, p. 20-21). Importante destacar que não deve haver subordinação de quem faz a avaliação do ativo à comissão de alienação, para evitar vieses na condução do processo. Nesse sentido dispõe o Decreto 9.188/2017:

Art. 17. A fase de preparação interna destina-se ao planejamento do procedimento competitivo de alienação e contemplará:

(...)

§ 2º Os membros da Comissão de Avaliação não terão vínculo de subordinação com a Comissão de Alienação.

(...)

Art. 18. A Comissão de Alienação ou a estrutura equivalente será composta por, no mínimo, três membros, e lhe competirá a condução do procedimento competitivo de alienação.

§ 1º Os membros da Comissão de Avaliação não poderão compor a Comissão de Alienação.

155. Tendo isso em vista, vislumbra-se prudente recomendar que inclua previsões normativas de modo a não haver subordinação de quem faz a avaliação do ativo à comissão de alienação, bem como a vedação do membro de uma comissão participar da outra, para evitar vieses na condução do processo.

3.3.4. Fechamento da Alienação: Transferência das Ações ou da participação societária

156. Fazem parte da fase de Fechamento da Alienação as seguintes etapas: providenciar assinatura dos instrumentos jurídicos negociais; encaminhar cópias dos instrumentos jurídicos negociais ao TCU; subsidiar as anuências associadas à alienação (debenturistas, sócio, Ministério de Minas e Energia, Agência Nacional de Energia Elétrica – Aneel, Conselho Administrativo de Defesa Econômica – Cade, entre outros); e formalização da transferência das ações ou da participação acionária (peça 8, p. 23-25).

4. RISCOS DA SISTEMÁTICA DE DESINVESTIMENTO

4.1. Riscos apontados no TC 013.056/2016-6 e outros

157. Conforme anteriormente citado, este trabalho tem como um de seus parâmetros trabalho anterior realizado pelo TCU (TC 013.056/2016-6), que ensejou os Acórdãos 3.166/2016 e 442/2017, ambos TCU-Plenário e de relatoria do Min. José Múcio, em que foram apontados diversos riscos no que tange à então Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras. Esses riscos são destrinchados abaixo, com o objetivo de verificar se os desinvestimentos em SPE da Eletrobras estão sendo conduzidos de forma a eliminar ou mitigá-los.

4.1.1. Risco 1: Falta de transparência do processo competitivo

158. Entende-se que o formato do leilão, comunicado ao mercado pelo Conselho de Administração da estatal, vai ao encontro da transparência do processo, uma vez que há divulgação da oportunidade de negócio, sendo pertinente determinação para que o edital do leilão vindouro não prejudique a competitividade do processo. Passa-se a detalhar abaixo.

159. No âmbito do TC 013.056/2016-6 (que analisou os desinvestimentos da Petrobras), ressaltou-se que eventual falta de transparência nos desinvestimentos, associada ao sigilo irrestrito, não encontrava amparo na legislação vigente e aumentava sobremaneira os riscos de atos ilícitos lesivos ao patrimônio e ao interesse público. Nesse sentido, determinou-se uma reformulação de modo a adotar como regra a transparência do processo de desinvestimento, dando especial atenção aos princípios da publicidade e da moralidade, admitindo-se o sigilo somente em procedimentos excepcionais devidamente justificados.

160. Importante mencionar que também no presente caso da Eletrobras, o princípio da publicidade aplicado às licitações foi endossado pela Lei 13.303/2016, que dispõe sobre o estatuto jurídico das estatais, conforme abaixo:

Art. 31. As licitações realizadas e os contratos celebrados por empresas públicas e sociedades de economia mista destinam-se a assegurar a seleção da proposta mais vantajosa, inclusive no que se refere ao ciclo de vida do objeto, e a evitar operações em que se caracterize sobrepreço ou superfaturamento, devendo observar os princípios da impessoalidade, da moralidade, da igualdade, da publicidade, da eficiência, da probidade administrativa, da economicidade, do desenvolvimento nacional sustentável, da vinculação ao instrumento convocatório, da obtenção de competitividade e do julgamento objetivo.

161. No caso aqui analisado, de desinvestimentos em SPE, houve comunicado ao mercado, em 23/2/2018, no sentido de informar a intenção de vender 70 participações por meio de leilão. O risco da falta de transparência ou da não publicidade está mitigado, uma vez que houve divulgação e não haverá fase sigilosa de seleção de potenciais compradores, mas sim a participação de qualquer interessado que cumpra requisitos objetivos a serem estipulados no edital do leilão.

162. Nesse sentido, a estatal informou, em resposta ao questionamento da equipe de auditoria, que qualquer empresa poderá participar do leilão de venda das participações societárias desde que atenda aos requisitos de qualificação que serão especificados no edital (ainda em fase de preparação), a saber: Regularidade jurídica; Capacidade Econômico-financeira; Regularidade fiscal; e Integridade (peça 16 p. 2).

163. A respeito do leilão, a estatal mencionou que foi enviada, em 1/3/2018, a carta PR-898/2018 à B3 S.A., solicitando proposta comercial para a prestação de serviço visando à venda das participações societárias da Eletrobras em SPE. O objetivo é a contratação de serviços de consultoria, assessoramento técnico e apoio operacional ao processo de alienação das participações acionárias. A B3 S.A. enviou proposta comercial que estava sob análise (peça 14, p. 8).

164. Ainda que não tenha sido publicado o edital do leilão (previsão de publicação em 6/6/2018), pode-se dizer, ao menos em tese e supondo que a qualificação será exigida de forma objetiva e alinhada com as reais necessidades, sem extrapolações desnecessárias que possam impedir legítimos participantes, que não deve haver restrição à participação. A condução do leilão pela B3 deve dar mais amplitude à divulgação, consequentemente aumentando o número de participantes e a competitividade do processo.

165. O formato do leilão está alinhado com a busca pelo maior número de competidores interessados no objeto licitado, desde que não haja o estabelecimento de exigências que possam, de alguma forma, admitir, prever ou tolerar condições que comprometam, restrinjam ou frustrem o caráter competitivo do processo.

166. A transparência e publicidade do processo tem o condão de ensejar o chamado “controle de mercado”, que contribui para a obtenção de valores vantajosos nas alienações das participações, assim como para se evitar favorecimentos a interesses privados incompatíveis com a conduta esperada de um ente público.

167. Entende-se, na linha do defendido pela estatal (peça 16, p. 2), que a venda das participações societárias utilizando o formato de leilão atende os requisitos de publicidade, transparência e impessoalidade. Pontua-se apenas a ressalva de que sejam cumpridas algumas medidas no edital, alinhando-o com as boas práticas de governança, tais quais: amplo acesso ao leilão; disponibilização de *data room* com informações

necessárias para os “lances”; ampla disponibilização de respostas a questionamentos de participantes; critérios de qualificação objetivos e necessários; entre outros.

168. Nada obstante, a estatal cita que a adoção da estratégia de leilão não exclui peremptoriamente a adoção da forma alternativa de venda para determinados ativos dentro do abrigo da oportunidade de negócio, conferido pela Lei 13.303/16 (peça 16 p. 3-4). Sobre essa questão, empreendeu-se análise na parte referente à fundamentação jurídica, em que foi sinalizada a necessidade de se demonstrar a inviabilidade de competição. Deixa-se claro, aqui, que o entendimento no sentido de haver transparência, publicidade e impessoalidade refere-se à adoção da estratégia do leilão.

169. Pelo exposto, tendo em vista que o leilão ainda não foi realizado e visando ao alinhamento com os princípios da competitividade, isonomia, transparência, publicidade e impessoalidade, entende-se pertinente proposta no sentido de determinar à Eletrobras que o edital do leilão das participações em SPE: não estabeleça exigências que possam, de alguma forma, admitir condições que comprometam, restrinjam ou frustrem o caráter competitivo do processo; preveja a ampla disponibilização de respostas a questionamentos dos participantes; e disponibilize data room com informações necessárias e suficientes para que os participantes possam fazer suas ofertas.

4.1.2. Risco 2: Possibilidade de escolha do assessor financeiro sem consulta ao mercado

4.1.2.1. Contratação de assessor e consultor financeiro

170. Entende-se que precisa haver comprovação da inviabilidade de competição no caso de contratação direta para assessoramento financeiro. Considerando o atual andamento do processo, vislumbra-se propor determinação e recomendação à Eletrobras. Passa-se a detalhar abaixo.

171. No âmbito do TC 013.056/2016-6, constatou-se que a fundamentação para contratação direta de assessoramento financeiro pautava-se em alguns critérios, tais quais: ampla atuação em fusões e aquisições; rede de relacionamentos no Brasil e exterior; grande expertise técnica na avaliação e valoração de operações de alienação de empresas e ativos no respectivo segmento de negócio; posicionamento em rankings divulgados periodicamente por instituições de renome mundial; histórico de bom desempenho em contratações anteriores; bom desempenho em apresentações comerciais realizadas para os gestores da área; tentativa de diversificação das possíveis instituições financeiras alocadas aos projetos.

172. Contudo, observou-se que ao atribuir como regra a contratação direta de assessor financeiro, ia-se de encontro ao dever de licitar previsto no art. 37, XXI, da CF/88. Além disso, introduzia-se um elevado nível de discricionariedade ao processo e ampliava-se o risco de direcionamento na escolha da empresa que prestaria o apoio à comissão de alienação e que teria importante papel no desinvestimento. Adicionalmente, mencionava-se o risco de que o Assessor Financeiro escolhido tivesse potencial conflito de interesses.

173. Por outro lado, apontou-se que a consulta ao mercado, de forma mais ampla e transparente, certamente contribuiria para mitigar risco de eventual direcionamento na escolha do assessor financeiro, e, por conseguinte, contribuiria para mitigar risco de eventual direcionamento da venda.

174. Em função disso, consignou-se que, com o intuito de mitigar os riscos apontados, deveria haver previsão, na Sistemática de Desinvestimentos, no sentido de que os casos de contratação direta do assessor financeiro dependam de parecer jurídico caso a caso e regras mais específicas, dentre as quais: obrigatoriedade de observação das normas corporativas aplicáveis; instrução de processo com a documentação específica que embasará a contratação; rotatividade da escolha do assessor, tomando como base para identificação inicial dos eventuais prestadores, os rankings publicados e periodicamente atualizados por instituições especializadas; análise prévia pela Área Jurídica, caso a caso, quando for identificada hipótese de contratação direta; submissão da contratação do assessoramento financeiro para aprovação pelas autoridades competentes.

175. A questão encontra fundamento na própria Lei 13.303/2016, em seu artigo 30, ou ainda na Lei 8.666/1993, visto que ambas preveem algumas hipóteses de contratação direta quando houver inviabilidade de competição. A nova lei, em seu art. 30, inciso II, alínea c, menciona inclusive a possibilidade de contratação direta de “assessorias ou consultorias técnicas e auditorias financeiras ou tributárias”, mas desde que haja inviabilidade de competição.

176. Ao se estabelecer como regra a constituição de processos específicos para a contratação de

assessor financeiro, tal contratação passa a ser tratada como outra qualquer, o que implica que a inviabilidade deverá ser demonstrada caso a caso, nos termos previstos em lei. Vale ressaltar que os gestores se sujeitam às penalidades aplicáveis em caso de indevida contratação direta, respondendo solidariamente pelo dano causado. Assim, a regra de processos de contratação específicos permite a responsabilização em casos de eventuais desvios, o que contribui para mitigar alguns riscos apontados.

177. No presente caso da Eletrobras, a atividade dos assessores financeiros é função estratégica no processo de desinvestimento, uma vez que eles têm como função, por exemplo, sinalizar as avaliações econômico-financeiras e estabelecer o contato com as empresas escolhidas visando à participação no leilão.

178. É importante destacar, em relação ao processo de desinvestimento das participações acionárias em SPE da Eletrobras, que há diferentes assessores/consultores, diferenciando o objeto do serviço prestado por cada um (peça 20, p. 3):

BTG Pactual: relatórios de diagnóstico, relatórios de *valuation* e relatórios de modelagem da reestruturação.

B3: analisar minuta do edital do leilão, elaborar manual de procedimentos, atender os proponentes e corretoras, guarda de documentos, infraestrutura da sessão pública do leilão, condução da sessão pública, análise da documentação, depósito exclusivo das ações e liquidação financeira.

Assessoria de alienação: análise do edital visando às práticas de mercado, análise prospectiva do mercado, elaborar e implementar a estratégia de vendas, propor ações para maximizar o resultado financeiro da Eletrobras, dar apoio pré e pós leilão à Eletrobras e apoiar a Eletrobras nas questões de direito de preferência, tag along e drag along.

179. A Eletrobras entende não existir superposição entre os objetos da contratação do banco BTG Pactual e aquelas associadas às futuras contratações do banco responsável pela assessoria de vendas e da B3 como operacionalizadora do leilão. Entendemos haver algumas sobreposições (exemplos: relatório de modelagem e ações para maximizar o resultado financeiro; relatórios de modelagem e estratégia de vendas; analisar minuta do edital e análise do edital visando às práticas do mercado; entre outras), contudo há de se reconhecer que têm objetos com essências distintas.

180. O BTG Pactual já foi contratado e prestou o serviço de consultoria financeira da fase preliminar do processo, ao passo que a B3 está em vias de ser contratada especificamente para operacionalização do leilão. O assessor de alienação, por sua vez, ainda não havia sido contratado (peça 16, p. 9), tendo sido encaminhada, já na fase de relatório, Nota Técnica para a contratação do Banco Credit Suisse (peça 20, p. 113-121).

181. O assessor financeiro é a instituição financeira que dará suporte ao processo de alienação e à própria comissão de alienação, sendo sua contratação uma etapa prevista conforme item D07 da Sistemática (peça 8, p. 17). Segundo a estatal, esta necessidade de contratação reside no fato de que a companhia não tem experiência prévia na preparação e na condução de um processo de venda de participações societárias em SPEs junto ao mercado, não dispondo de pessoal técnico especializado em marketing de venda de ações de empresas do setor elétrico (peça 20, p. 2-3).

182. Os serviços de assessoria de alienação são descritos no anexo à carta CTA-PR-1003/2018, que foi encaminhada aos cinco maiores bancos na atividade de Fusão&Aquisição em 2017, conforme lista da empresa Bloomberg, solicitando envio de proposta comercial (peça 16, p. 4-5).

183. Percebe-se, dessa forma, que está havendo uma consulta a cinco bancos visando à contratação do assessor das alienações, a ser escolhido de acordo com o melhor preço proposto (conforme documento “Projeto Básico para a Contratação de Assessoria para a Venda das Participações Acionárias em SPE detidas pela Eletrobras” à peça 16). Ainda que não esteja havendo uma consulta ao mercado mais ampla e transparente, a situação é melhor do que o observado no caso do TC 013.056/2016-6, em que a Petrobras contactava apenas uma instituição em muitos casos.

184. No caso da contratação da B3, não se observou a prática de chamar mais empresas para apresentarem propostas (peça 14, p. 46-69). Ainda que se alegue a singularidade do objeto, melhor prática é sempre buscar mais participantes/propostas, tendo em vista que outros poderiam estar aptos a prestar o serviço. No caso concreto da B3, contudo, não seria aplicável a melhor prática, tendo em vista que após a fusão entre BM&F e Cetip a infraestrutura de mercado financeiro (IMF) no país tornou-se um monopólio

vertical da B3.

185. De todo modo, entende-se que em contratações de assessores ou consultores financeiros deve a Eletrobras proceder como no caso de quaisquer outras contratações, ou seja, eventual inviabilidade de competição deve ser demonstrada no caso concreto, por meio de parecer jurídico, devendo ser constituído processo específico, idealmente contemplando: instrução de processo com a documentação específica que embasará a contratação; utilizar os rankings publicados e periodicamente atualizados por instituições especializadas como base para identificação inicial dos eventuais prestadores; análise prévia pela Área Jurídica, caso a caso, quando for identificada hipótese de contratação direta; submissão da contratação à aprovação pelas autoridades competentes.

186. A própria Sistemática de Desinvestimentos pode prever essa questão, inserindo-se, tanto no item da Contratação de Instituição Financeira Independente (peça 8, p. 17) quanto no item da Contratação da Consultoria Financeira (peça 8, p. 13), a necessidade de procedimento específico de contratação, conforme as normas corporativas aplicáveis, com a necessidade de análise jurídica prévia nos casos de contratação direta.

187. Tendo em vista o exposto, o fato de o art. 30, inciso II, alínea c, da Lei 13.303/2016, prever a contratação direta desde que haja inviabilidade de competição, associado à necessária observância aos princípios da competitividade, transparência e impessoalidade, entende-se pertinente propor determinação para que a Eletrobras, nos casos de contratações de assessor ou consultor financeiro para subsidiar seus processos de desinvestimentos, constitua processo específico de contratação, com realização de análise prévia pela área jurídica, caso a caso, quando for identificada hipótese de contratação direta.

4.1.2.2. Eventuais conflitos de interesse

188. A existência de vínculo societário entre o assessor financeiro e um potencial comprador traz mais um nível de risco para o procedimento de desinvestimento, ainda mais nos casos em que as participações em SPE sejam vendidas como oportunidades de negócio, fora do leilão, uma vez que pode consubstanciar em conflitos de interesse, motivo pelo qual, em atenção às boas práticas de governança, não deveria ser admitida a contratação de assessor financeiro que tivesse vínculo com potencial comprador ou, ao menos, deveria haver a exigência para que ele se declarasse impedido de realizar a operação.

189. No TC 013.056/2016-6, foram apontadas algumas fragilidades nas evidências fornecidas pelo assessor financeiro no contato com potenciais compradores. Mencionou-se que as empresas foram contatadas por e-mail, telefone ou, até mesmo, reuniões presenciais, mas que, após o registro relativo à tentativa inicial, não havia dados adicionais sobre o desfecho do contato, indicando se a empresa declinou da oportunidade, não se interessou pelo negócio ou, simplesmente, não respondeu ao assessor financeiro e que, por esse motivo, foi desconsiderada no processo competitivo. O registro incompleto das ações do assessor financeiro pode comprometer a efetividade de seus atos.

190. Essa questão torna-se ainda mais problemática no caso de haver conflito de interesse, em que o assessor poderia, deliberadamente, favorecer um ou outro comprador por meio de suas ações no papel de assessor.

191. Considerando essa preocupação, a equipe questionou a estatal sobre a questão, fazendo referência ao BTG Pactual (consultor financeiro), uma vez que ainda não havia sido contratado o assessor financeiro.

192. A estatal informou que, para evitar quaisquer conflitos de interesse, o edital do leilão, ainda em fase de elaboração, estabelecerá que não poderá participar do leilão pessoa jurídica que tenha participado da elaboração dos estudos que terão servido de base ao processo, extensível a: seus dirigentes e gerentes; acionistas ou detentores de mais de 5% do capital com direito a voto; controlador; responsável técnico ou subcontratado; empresa controlada direta ou indiretamente; fundo de investimento no qual a pessoa jurídica possua mais que 5% do capital total que compõe o fundo; e entidade de previdência complementar da qual a pessoa jurídica seja patrocinadora (peça 14, p. 7).

193. Tais providências mitigam de fato o problema do conflito de interesse, com duas ressalvas. A primeira é que a proibição de participação do leilão seja extensível às pessoas jurídicas ligadas não só ao consultor financeiro (BTG Pactual), mas também ao assessor financeiro (a ser contratado), visto que este também vai ter acesso a informações que podem ser consideradas privilegiadas sob a ótica dos participantes

do leilão. A segunda ressalva é que as providências atacam o problema apenas no caso das participações que serão vendidas por meio do leilão, mas não as que possam ser vendidas pela chamada oportunidade de negócio.

194. A Eletrobras esclareceu (peça 16, p. 9), que a alienação das participações societárias se concretizará em uma das seguintes formas:

- I. Leilão público na B3 Brasil Bolsa Balcão; ou
- II. Exercício do direito de preferência pelo sócio; ou
- III. Por oportunidade de negócio, nos termos da lei 13.303/16.

195. Portanto, há de se precaver também, com relação ao conflito de interesse, nos casos de alienações de participações societárias por oportunidade de negócio, uma vez que se o consultor ou assessor financeiro tiver participação em alguma SPE, pode subsidiar eventual acionista com informações privilegiadas, ensejando então o interesse na compra da participação do Grupo Eletrobras na SPE em uma condição de vantagem em eventual negociação, pois poderia ter conhecimentos das avaliações que subsidiam as decisões da Eletrobras.

196. Tal previsão se mostra ainda mais necessária se levarmos em consideração que já houve a alienação de participação do grupo Eletrobras na SPE Intesa (Integração Transmissora de Energia) à Equatorial Energia. O BTG Pactual, consultor financeiro contratado para elaboração de relatórios de diagnóstico, *valuation* e modelagem de SPE do grupo Eletrobras, tem participação societária na Equatorial Energia S.A., o que pode ensejar conflito de interesse, a despeito da justificativa apresentada pelo banco, por intermédio da Eletrobras (peça 20, p. 5-6):

“O Banco BTG Pactual S.A. (“Banco”) e suas subsidiárias (“Grupo BTG Pactual”) oferecem um amplo portfólio de serviços financeiros a uma base de clientes brasileiros e internacionais, incluindo empresas, investidores institucionais, governos e indivíduos de alta renda. Dentre suas atividades, o Grupo BTG Pactual exerce atividades de:

- (i) **Investment Banking.** O Grupo BTG Pactual oferece serviços de assessoria financeira e em mercado de capitais, através do próprio Banco;
- (ii) **Asset Management.** O Grupo BTG Pactual oferece serviços de gestão de ativos a partir de um amplo portfólio de produtos nas principais classes de ativos internacionais, especialmente na América Latina, a clientes brasileiros e estrangeiros, através principalmente da BTG Pactual Asset Management S.A. DTVM (“BTG Pactual Gestora”); e
- (iii) **Wealth Management.** O BTG Pactual oferece serviços de consultoria em investimento e de planejamento financeiro, através da BTG Pactual WM Gestão de Recursos Ltda. (“BTG Pactual WM”).

A participação societária detida na Equatorial Energia S.A. (“Equatorial”) não ocorre através do Banco, mas sim por fundos de investimentos sob a gestão da BTG Pactual Gestora e da BTG Pactual WM.

A BTG Pactual Gestora e a BTG Pactual WM possuem atividades e equipes segregadas das demais sociedades do Grupo BTG Pactual, na forma de *chinese wall*, com o objetivo de impedir qualquer conflito de interesse dentro do Grupo BTG Pactual. Cada sociedade do Grupo BTG Pactual (inclusive, o Banco, a BTG Pactual WM e a BTG Pactual Gestora) é tratada como uma entidade separada de suas outras divisões e departamentos. Qualquer informação adquirida em qualquer momento por uma sociedade do Grupo BTG Pactual (seja como assessor financeiro ou de outra forma) é tratada como confidencial por essa sociedade.

Além disso, o Grupo BTG Pactual possui uma série de controles na área de Compliance e que comprovam a segregação das suas atividades:

o Manual de Compliance Global, publicado em 20 de setembro de 2012, elenca um conjunto de regras e princípios para delinear as responsabilidades e práticas apropriadas entre colaboradores do Grupo BTG Pactual com objetivo de cumprir a legislação e regulamentação aplicáveis, as melhores práticas de mercado e os mais altos padrões de ética, integridade, honestidade e profissionalismo. Os pontos 8 - Conduta de Negócios Irregular e 9 - Informações Confidenciais, comprovam a segregação e confidencialidade das atividades realizadas pelo Banco.

o Política de Barreiras à Informação Global, publicada em 20 de setembro de 2012, que auxilia na prevenção de divulgação não autorizada e mau uso de informações sensíveis e na gestão de conflitos de interesses.

o Política de Conflitos de Interesses, publicada em 20 de setembro de 2012 e revisada em 17 de agosto de 2016, que estipula a abordagem geral do BTG Pactual para a identificação apropriada, escalação e gestão de potenciais conflitos de interesses.

o Política de Controle de Acesso, publicada em 01 de novembro de 2012, que prescreve controles para a exequibilidade de normas de autorização específicas, baseadas na identificação positiva de usuários e de sistemas ou dados que eles podem acessar.

Dessa forma, não vislumbramos a existência de qualquer conflito de interesse com relação à participação da BTG Pactual Gestora e da BTG Pactual WM na Equatorial perante as atividades de assessoria financeira do Banco.

Adicionalmente, esclarecemos que as participações detidas conforme explicitado acima somam apenas 2.4% do capital da Equatorial.

Sendo o que nos cabia para o momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais e aproveitamos a oportunidade para renovar protestos de estima e consideração.”

197. A alienação específica da Intesa não fez parte do escopo desta etapa do acompanhamento. O eventual conflito de interesse no caso concreto será objeto de verificação nas próximas etapas do acompanhamento, nas quais serão examinadas, com a devida profundidade, as negociações diretas com a Intesa. Dessa forma, entende-se necessário, considerando os itens 66 e 95.3 do Manual de Acompanhamento aprovado pela Portaria Segecex 27/2016, o retorno dos autos à Unidade Técnica para que examine o caso concreto da alienação da Intesa, notadamente no que diz respeito ao preço negociado e à existência de conflito de interesse entre o assessor financeiro e o comprador.

198. De toda sorte, se faz prudente, desde já, proposta de determinação, com base nos princípios da economicidade e da seleção da proposta mais vantajosa, para que a Eletrobras tome providências no sentido de evitar que haja conflito de interesses entre os assessores/consultores financeiros e potenciais compradores no caso das alienações de participações societárias em SPE e em outros desinvestimentos, não apenas no caso de serem realizados por meio de leilão, mas principalmente nos casos em que sejam realizados com base na fundamentação da oportunidade de negócio.

4.1.3. Risco 3: Possibilidade de escolha de potenciais compradores e restrição aos participantes

199. Este Risco 3 está intrinsecamente ligado ao Risco 1 acima descrito. Entende-se que o Comunicado ao Mercado e o formato do leilão a ser conduzido pela B3 tendem a dar mais amplitude à divulgação, aumentando o número de participantes e a competitividade do processo. Contudo, conforme apontado, é necessário que não haja exigências que possam, de alguma forma, restringir ou frustrar o caráter competitivo do processo.

200. Nesse sentido, é importante ressaltar que as condições objetivas a serem exigidas dos participantes não devem obstaculizar eventuais consórcios que cumpram os requisitos previstos, ainda que as empresas consorciadas, isoladamente consideradas, não atendam aos requisitos. De modo análogo, restrições aos participantes quanto à capacidade operacional devem levar em consideração que empresas de outros setores, como do ramo financeiro, podem associar-se a empresas do setor elétrico para formular propostas em conjunto. A proposta de determinação contida no item 167 deste relatório é suficiente para não restringir a participação de consórcios.

4.1.4. Risco 4: Alteração do objeto alienado sem que os participantes possam se manifestar

201. Entende-se que esse risco, no caso dos desinvestimentos em SPE da Eletrobras, não esteja presente da forma como estava no caso do TC 013.056/2016-6, uma vez que não há o problema do sigilo como fator agravante a eventuais alterações no objeto. Além disso, o edital do leilão vai prever as participações que serão objeto de alienação e, no caso de eventual mudança nas participações ou nos lotes após publicação do edital, a estatal sinalizou que haveria reabertura de novo prazo para os participantes.

202. A estatal informou, em resposta a ofícios de requisição, que após a publicação do edital, caso ocorra alteração na composição dos lotes (SPE) deverá ser considerado novo prazo para reinício do processo. Por outro lado, “alterações antes da publicação do edital não irão ensejar extensão de prazo” (peça 18, p. 2).

203. Vislumbra-se como razoável o entendimento da estatal, uma vez que, tanto no caso de alteração antes do edital quanto depois, estar-se-á oferecendo condições similares aos concorrentes, que estarão cientes das alterações.

4.1.5. Risco 5: Não condução à deliberação de órgãos diretivos de atos essenciais

204. No âmbito do TC 013.056/2016-6, foi apurado inicialmente que considerável parcela dos atos relacionados à venda de ativos (como a valoração do ativo, a seleção dos potenciais compradores, a divulgação de oportunidade, a avaliação das propostas apresentadas, entre outros) não eram conduzidos à deliberação da Diretoria Executiva (DE) ou ao Conselho de Administração da Petrobras, havendo apenas a previsão de que poderiam ser realizadas apresentações ao Diretor, que, se julgasse necessário, poderia solicitar apresentação à DE.

205. Não se vislumbra esse problema no caso dos desinvestimentos em SPE da Eletrobras. A Sistemática prevê que a Diretoria Executiva da Eletrobras (DEE) conduzirá o desinvestimento de ativos em SPE do Sistema Eletrobras (peça 8, p. 4). Além disso, a DEE, o CAE (Conselho de Administração da Eletrobras) e a Assembleia Geral da Companhia são os órgãos responsáveis pela aprovação dos principais produtos vinculados às três primeiras fases do desinvestimento descritas na Sistemática, quais sejam o Programa de Desinvestimento, o Plano de Alienação de Ativo e o Relatório de Resultado da Alienação de Ativo (peça 8, p. 10).

206. Conforme observado na Sistemática, a DEE (e às vezes também o CAE) é responsável ainda pela aprovação de diversas etapas dentro de cada fase, destacando-se, dentre outras: análise e seleção de ativo alvo de desinvestimento; validação do *valuation* de ativo; modelagem de alienação de ativo; constituição da comissão de alienação; implantação de oferta ao sócio ou implantação de processo de alienação; aprovação da alienação de ativo (peça 8, p. 11-22).

207. Não se vislumbra, portanto, qualquer proposta no sentido de combater esse risco, uma vez que, consoante o disposto ao longo da Sistemática à peça 8, está inexistente.

4.1.6. Risco 6: Não divulgação de esclarecimentos da etapa de perguntas e respostas

208. No TC 013.056/2016-6, identificou-se que algumas empresas convidadas teriam acesso a informações mais detalhadas sobre o ativo à venda, uma vez que havia fase de Perguntas e Respostas, como existem nas licitações em geral, mas que naquele caso não se definia como seria essa dinâmica e se os participantes teriam acesso às questões e respostas de outros participantes. Via de regra, os questionamentos feitos, bem como a resposta a cada pergunta, ficavam restritos à empresa que fez a pergunta.

209. Tal procedimento pode ferir o princípio da isonomia entre os participantes e não contribui com a finalidade da alienação, qual seja a obtenção da proposta mais vantajosa, uma vez que não aprofundando as informações o participante tende a descontar no preço todas as incertezas sobre o ativo, ensejando ofertas inferiores. Entende-se que a equalização das informações prestadas aos participantes do processo de desinvestimento é fundamental à garantia da isonomia entre os potenciais compradores e à busca da proposta mais vantajosa.

210. Segundo informado pela Eletrobras, a venda das participações societárias utilizando o formato de leilão atenderá plenamente os requisitos de publicidade, transparência e impessoalidade (peça 16, p. 2). A estatal listou algumas medidas que serão implementadas no edital objetivando as boas práticas de governança, entre elas uma que vai ao encontro da mitigação do risco aqui discutido, ao mencionar que as dúvidas, as impugnações e os esclarecimentos sobre o edital poderão ser endereçados pelos proponentes ao endereço eletrônico da Eletrobras ou da instituição que conduzirá o certame; e que as respostas estarão disponíveis nestes endereços eletrônicos.

211. Como não está claro se as respostas ficarão disponíveis para todos os participantes, entende-se pertinente proposta de determinação nesse sentido. A proposta formulada no Risco 1 acima tem o condão de mitigar este Risco 6, uma vez que se está propondo que o edital do leilão a ser publicado preveja a ampla disponibilização de respostas a questionamentos dos participantes.

4.1.7. Risco 7: Venda que vá de encontro à economicidade ou vantajosidade econômica

212. Entende-se que pode haver fragilidades na estipulação do preço mínimo das participações em SPE que vão a leilão e no cálculo da taxa de desconto nas avaliações internas, vislumbrando-se proposta de determinação e recomendação. Ainda, entende-se necessária a estipulação de preço mínimo também nos casos de oportunidades de negócio. Passa-se a detalhar abaixo.

213. Preliminarmente, é importante enfatizar que não faz parte do escopo desta etapa do

acompanhamento a análise das avaliações econômico-financeiras realizadas das SPE. Primeiro, em virtude de não ter havido ainda as avaliações definitivas, nem externas nem internas. Segundo, porque se optou por verificar questões gerais sobre o processo de desinvestimento, com foco nos riscos apontados no trabalho que ensejou os Acórdãos 3.166/2016 e 442/2017, ambos TCU-Plenário.

214. Não obstante, faz-se aqui uma análise da questão da economicidade ou vantajosidade econômica das vendas de forma geral, tendo em vista os procedimentos previstos para o processo de desinvestimentos em participações societárias em SPE da Eletrobras. Vale frisar que tal aspecto da alienação é essencial para que os desinvestimentos de fato se traduzam em injeções de caixa para a redução da dívida, sem que haja perda ou destruição de valor no processo para a estatal.

215. Nesse sentido, foram feitos questionamentos englobando dois pontos considerados cruciais, quais sejam, o preço mínimo a ser estipulado para o leilão e as taxas de desconto a serem utilizadas nas avaliações internas da Eletrobras.

4.1.7.1. Preço Mínimo

216. A Eletrobras contratou o BTG Pactual como consultor financeiro para, dentre outras tarefas, elaborar relatórios de *valuation* (avaliações econômico-financeiras) das participações societárias em SPE a serem alienadas.

217. O BTG, no documento “Relatório de Valuation dos projetos prioritários”, de julho de 2017 (peça 11), deixou claro que o relatório não deveria ser entendido como laudo de avaliação para quaisquer fins.

218. Questionada a respeito, a estatal informa que, sob o ponto de vista do peso ou do uso que se dará para o produto do contrato com o BTG, a intenção é que se estabeleça como critério de determinação de preço a confrontação do valor apresentado pela avaliação do consultor financeiro com aquele derivado da avaliação desenvolvida pelo próprio corpo técnico da Eletrobras, de forma a obter um valor mínimo, vantajoso e factível para a venda em leilão (peça 14, p. 4).

219. Menciona ainda que, em relação à avaliação econômico-financeira (*valuation*) da contratada, optou-se em não permitir o acesso da contratada às informações de contingências, e que por isso não seria possível a contratação de um laudo de avaliação (peça 14, p. 5).

220. A respeito desse procedimento, enxerga-se aspecto positivo e negativo. Positivo pelo fato de que a avaliação externa tende a ser mais independente sem obtenção de informações junto à estatal. Negativo porque, dessa forma, sem poder considerar como um laudo de avaliação, o banco pode se eximir de eventuais responsabilizações em função do relatório apresentado. Contudo, quanto ao aspecto positivo mencionado, frise-se que, em reuniões realizadas durante a fase de execução da auditoria, ficou evidente para a equipe que houve intercâmbio de informações realizados por funcionários da estatal na avaliação externa realizada pelo consultor financeiro.

221. Ainda com relação à avaliação feita pelo BTG, a Eletrobras informa que os múltiplos de transações precedentes foram inseridos pelo BTG no relatório de forma ilustrativa e não serão considerados no estabelecimento do Preço Mínimo de cada SPE (peça 14, p. 7).

222. Ainda que o método do Fluxo de Caixa Descontado seja mais frequentemente usado e que o método dos múltiplos contenha imprecisão em decorrência da não existência de empresas iguais, entende-se razoável que o valor encontrado nos múltiplos de transações precedentes possa também balizar o preço mínimo a ser estipulado, ainda mais nos casos de discrepâncias consideráveis entre a avaliação interna e a externa pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, que, diga-se, também sofre de imprecisões e subjetividade.

223. O método dos múltiplos pode ser importante indicador como complemento ao método do Fluxo De Caixa Descontado, desde que se encontrem empresas relativamente comparáveis e as escolhas das transações comparáveis sejam feitas de forma aleatória ou sem seleção intencional, evitando-se assim eventuais vieses decorrentes da exclusão de uma ou outra transação. Assim, entende-se importante que a Companhia sopesse os resultados advindos das avaliações pelo método do FCD com as obtidas por meio do método dos múltiplos, avaliando, caso a caso, como poderia utilizar esse último método em sua estimativa de preço mínimo

224. A estatal informa que as avaliações econômico-financeiras (*valuations*) para os ativos/SPEs objeto de desinvestimento atualmente encontravam-se em andamento, tanto de parte do contratado quanto de parte dos exercícios feitos pelo corpo técnico da Eletrobras. Uma vez terminadas as avaliações, ir-se-ia determinar o Preço Mínimo de cada participação em SPE, não existindo qualquer orientação no sentido de alienação por valor inferior ao Preço Mínimo determinado (peça 14, p. 2).

225. A estatal cita ainda que já houve decisão de que a companhia alienará as participações societárias por meio de leilão, somente nos casos onde os lances forem iguais ou superiores ao Preço Mínimo a ser estabelecido no edital, exceto quando surgirem oportunidades de negócio, nos termos da Lei 13.303/2016 (peça 14, p. 7).

226. Em relação a esse aspecto, entende-se haver certa ambiguidade na resposta, de modo a não ter ficado claro se os casos de “oportunidades de negócio” são exceções apenas à regra do leilão ou se também seriam exceções à regra do preço mínimo. Sendo este último caso, não se vislumbra razoável, pois as oportunidades de negócio, regra geral, também devem ser levadas a cabo somente nos casos de alienação pelo preço mínimo estipulado, do contrário estar-se-ia destruindo valor da estatal.

227. Questionada mais especificamente sobre como se chegará ao preço mínimo, a estatal informou que a proposta sobre o Preço Mínimo de cada SPE estava pautada para ser apreciada pela Diretoria Executiva da Eletrobras – DEE no dia 16/04/2018. A proposta, que foi objeto de apreciação da DEE, é considerar a média aritmética entre os valores das avaliações externa e interna (peça 20, p. 3).

228. Já na fase final deste relatório, a Eletrobras encaminhou documento complementar à Sistemática intitulado “Procedimentos para definição de preço mínimo das participações em SPE objeto de desinvestimento” (peça 23, p. 55), em que menciona explicitamente que o preço mínimo será encontrado a partir das avaliações externa (ótica do comprador) e interna (ótica do vendedor). A Resolução da Diretoria Executiva 263/2018 aprovou a medida.

229. À p. 7 da peça 16, a Eletrobras destaca que optou pela não constituição da Comissão de Avaliação para os desinvestimentos em SPE, uma vez que a Companhia detém área responsável para a elaboração da avaliação econômico-financeira dos ativos em desinvestimentos, sob a visão da Eletrobras, qual seja, o Departamento de Gestão de Investimentos - DFPI.

230. Além disso, salienta que também contratou consultor financeiro para a realização das avaliações econômico-financeiras para os mesmos ativos ora avaliados pelo DFPI, visando obter uma visão de mercado sobre o valor dos ativos a serem ofertados em leilão. Portanto, haverá duas avaliações (uma interna e outra externa) que mostrarão óticas de valor distintas para um mesmo ativo. Ambas as óticas serão consideradas na determinação do preço mínimo dos ativos a serem levados à leilão e a aprovação desses preços será levada à Alta Administração da Companhia, representada pela Diretoria Executiva e pelo Conselho de Administração.

231. A racionalidade por trás da medida parte do pressuposto que a avaliação externa (do consultor financeiro) abarcaria a ótica do comprador, ao passo que a avaliação interna (da própria Eletrobras) a ótica do vendedor, sendo o preço médio então um valor adequado para o preço mínimo a ser estipulado. Apesar de razoável em teoria, na prática não é possível se falar em avaliações internas e externas completamente independentes, porque houve intercâmbio de informações, conforme constatado em conversas com os gestores durante a execução da auditoria.

232. Apesar da menção de que não foi constituída Comissão de Avaliação em função da existência do DFPI, departamento que estaria encarregado de efetuar a avaliação interna das participações em SPE, não há qualquer previsão nesse sentido na Sistemática de Desinvestimentos em SPE, constando nos itens D03 e D04 (*Valuation* do ativo e Validação do *valuation*, respectivamente) que o responsável pelo valuation é a Consultoria Financeira, cabendo a áreas da Eletrobras a validação do *valuation*.

233. Impende mencionar que a estipulação do preço mínimo com base nas avaliações (externas e internas) ganha ainda mais relevância no presente caso, tendo em vista que os assessores a serem contratados para alienação não emitirão uma “*fairness opinion*”, uma vez que a estatal entende que o formato do leilão marcará a mercado o valor do preço mínimo de cada um dos lotes, sendo, portanto, dispensável a emissão deste atestado (peça 16, p. 4-5).

234. Pelo exposto, entende-se necessária proposta de recomendação para que a Eletrobras, nos processos de desinvestimentos, impeça que haja influência das avaliações externas nas avaliações internas e

vice-versa, de modo a ter de fato avaliações com óticas distintas que permitam a estipulação de um preço mínimo adequado, sopesando-se ainda as avaliações efetuadas pelo método dos múltiplos para, eventualmente, utilizá-la em sua precificação de preço mínimo.

4.1.7.2. Taxa de desconto

235. É necessário calcular uma taxa de desconto sempre que se utiliza o método do fluxo de caixa descontado, para que se possa chegar ao valor presente líquido do ativo objeto do desinvestimento. Essa taxa leva em conta o valor do dinheiro no tempo, o risco e o retorno relativos ao segmento de negócio e ao país em que o ativo está inserido.

236. A taxa de desconto também é chamada de taxa mínima de atratividade (TMA) e pode ser definida como a taxa de retorno mínima requerida por um investidor para realizar o projeto em análise, em função do seu risco de mercado.

237. Quanto maior a taxa, menor será o valor estimado para os ativos, pois os fluxos de caixa estimados serão descontados por uma taxa maior. Variações pequenas nas taxas podem ensejar diferenças bastante significativas nas avaliações e por consequência no preço mínimo a ser estipulado.

238. A equipe questionou a estatal a respeito do cálculo da taxa de desconto a ser utilizada nos *valuations* internos e da periodicidade dos cálculos pelo Departamento de Planejamento Financeiro. Inicialmente, a estatal mencionou que a informação técnica com o cálculo das taxas de desconto a serem utilizadas fazia parte de material a ser apreciado pela DEE na Reunião de Diretoria do dia 16/4/2018 (peça 20, p. 4). Posteriormente, encaminhou os documentos que foram apreciados pela DE (peça 23).

239. À p. 7 da peça 23, consta a informação de que a taxa de desconto considerada na avaliação dos ativos que estão no escopo do “Programa de Desinvestimentos do Sistema Eletrobras” será a apresentada na Informação Técnica IT-DFPP 003/2018 elaborada pelo Departamento de Planejamento Econômico-Financeiro (peça 23, p. 16-37).

240. É mencionado ainda que na referida Informação Técnica (peça 23, p. 16-37) consta uma atualização do cálculo do custo de capital da Eletrobras em função do seu Programa de Desinvestimento, mantendo a metodologia já praticada na Companhia.

241. Um risco que se vislumbra no cálculo de taxas de desconto em processos de aquisições/alienações de empresas em geral é o fato de poder ser influenciado pela Alta Administração de modo a se chegar a uma taxa que enseje preços vistos previamente, de forma enviesada, como razoáveis. Por isso, é importante que o cálculo das taxas seja efetuado com relativa independência em relação às previsões de fluxos de caixa e que os critérios técnicos para o cálculo das taxas da companhia tenham uniformidade ao longo do tempo, evitando-se mudanças em função de aquisições ou alienações que a companhia tenha em vista no curto prazo.

242. Conforme observado na Informação Técnica IT-DFPP 003/2018 (peça 23, p. 16-38), a Eletrobras manteve a metodologia de cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital e atualizou o cálculo do seu custo de capital em função do Programa de Desinvestimento.

243. Nesse sentido, apesar de se vislumbrar como razoáveis os procedimentos da Eletrobras para o cálculo das taxas, entende-se oportuno a proposição de recomendação, qual seja: a formalização quanto aos critérios técnicos e/ou situações justificáveis para modificação do custo de capital da companhia, definindo previamente a periodicidade de atualização/mudanças em detrimento de atualização/mudanças em função de programas em andamento.

4.2. Outras questões para observação ao longo do acompanhamento

244. Conforme mencionado, o escopo desta fase do acompanhamento não contemplou a análise das avaliações econômico-financeiras de SPE específicas, tendo em vista que o foco inicial recaiu sobre a fundamentação jurídica para os desinvestimentos, a análise da sistemática e dos procedimentos dela decorrentes e riscos anteriormente identificados em casos de desinvestimentos.

245. É importante, contudo, deixar desde logo assente algumas possíveis questões a serem vistas ao longo deste acompanhamento. Tendo em vista que o formato do leilão enseja um maior “controle do mercado” no preço das participações em SPE vendidas, pode-se dizer que o risco maior nos

desinvestimentos em participações em SPE recairá nas vendas pela chamada “oportunidade de negócio”, ou seja, as vendas que não sejam realizadas por leilão.

246. Em resposta a ofícios de requisição da equipe (peça 18, p. 1), a estatal esclareceu algumas vendas que não foram incluídas no formato do leilão, e que serão objeto de negociações bilaterais, como oportunidades de negócio, quais sejam:

Belo Monte Transmissora de Energia (BMTE);

Interligação Elétrica do Madeira (IEMadeira);

Integração Transmissora de Energia (Intesa);

Lago Azul Transmissão (Azul);

Caldas Novas Transmissão (Caldas Novas).

247. Além disso, apresentou as participações em SPEs cujas negociações já estão em curso de forma independente do leilão (peça 20, p. 7), quais sejam:

Integração Transmissora de Energia (Intesa);

Paraíso Transmissora (Paraíso);

Reestruturação societária entre Copel e Eletrosul.

248. Assim, diante dos fatos apresentados pela Eletrobras, dos riscos inerentes às negociações bilaterais, indicadas como “oportunidades de negócio”, e da iminente possibilidade de fechamento de novas negociações, entende-se que a etapa seguinte desse acompanhamento deve contemplar a análise sobre a real inviabilidade de competição nos casos concretos acima elencados, bem como em outros que eventualmente venham a fazer parte desse rol de “oportunidades de negócio”.

249. Ainda sobre esse tema, entende-se oportuno dar ciência à Eletrobras de que a dispensa de licitação prevista no art. 28, §§ 3º, inciso II, e 4º, da Lei 13.303/2016, está condicionada à justificativa da inviabilidade de competição, nos termos do próprio art. 28, § 3º, inciso II.

250. É importante frisar que, muito embora tenha sido examinada a sistemática de desinvestimentos e, de forma perfunctória, os critérios de inclusão das 70 SPEs constante da Tabela 4 no plano de desinvestimentos a ser realizado no leilão público na B3, a presente etapa do trabalho não adentra a análise das avaliações econômico-financeiras de SPEs específicas, inclusive pelo fato de que, até o início da fase de relatório, ainda não havia as avaliações econômico-financeiras definitivas das SPE a serem vendidas (conforme cronograma exposto nos itens 45-47, com previsão atual de lançamento de edital para o dia 6/6/2018). Tampouco foi disponibilizada minuta do edital do leilão.

251. Conforme informações da Eletrobras, somente em 14/5/2018 foi aprovado o preço mínimo pela Diretoria Executiva, e a minuta de edital, outro importante instrumento de análise, ainda não tinha sido aprovada.

252. Considerando que as avaliações definitivas, a definição do preço mínimo e a minuta do edital são etapas importantes para o exame, por esta Corte de Contas, dos parâmetros que definem o preço mínimo a ser levado a leilão, e considerando o grande número de empresas que se pretende levar à venda, bem como a materialidade dos recursos envolvidos (previsão de arrecadação de cerca de R\$ [REDACTED] bilhões), entende-se pertinente que seja examinado por este Tribunal os estudos que definiram o preço mínimo de venda, bem como o edital do certame, de forma anterior à publicação de edital, de forma a acautelar o erário.

253. Embora a Eletrobras preveja o lançamento do edital em 6/6/2018 (peça 27, p. 10), não se pode olvidar dos riscos associados às vendas desses ativos, ainda mais sendo o primeiro processo de venda realizado pela Eletrobras. Ademais, não se vislumbra risco reverso relevante em a estatal adiar o mencionado leilão, que será ainda ser realizado, mas com prazo suficiente para que se mitiguem problemas relacionados ao preço mínimo estipulado e/ou a minuta de edital.

254. Nesse sentido, propõe-se determinar à Eletrobras que encaminhe ao TCU a minuta de edital do leilão das SPEs, acompanhada das avaliações econômico-financeiras definitivas que subsidiaram a definição do preço mínimo, com antecedência mínima de sessenta dias de sua publicação, em analogia ao previsto no art. 3º, inciso III, da Instrução Normativa TCU 27/1998, de forma a possibilitar o exame da documentação

por parte da Corte de Contas.

255. De todas essas vendas por fora do leilão, a da Intesa, cujo processo de alienação se encontra na fase do instrumento contratual com o setor jurídico (peça 20, p. 5), chama a atenção pelo fato de o BTG Pactual, consultor financeiro, ter participação na Equatorial Energia, empresa que comprou a participação do Grupo Eletrobras na Intesa, conforme mencionado no item 195 deste relatório.

256. Sobre essa questão, a equipe questionou a respeito de possível conflito de interesse, tendo a estatal encaminhado resposta à p. 5-6 da peça 20. As avaliações econômico-financeiras referentes à venda da Intesa constam às p. 224-268 da peça 20.

257. Pelo exposto, e considerando os itens 66 e 95.3 do Manual de Acompanhamento aprovado pela Portaria Segecex 27/2016, propõe-se o retorno dos autos à Unidade Técnica para prosseguimento do acompanhamento, a fim de que na etapa seguinte do acompanhamento (segunda etapa):

- a) empreenda análise sobre a inviabilidade de competição nos casos concretos de negociações bilaterais, descritos pela Eletrobras como “oportunidades de negócio”, notadamente as das seguintes SPEs: Belo Monte Transmissora de Energia (BMTE), Interligação Elétrica do Madeira (IEMadeira), Integração Transmissora de Energia (Intesa), Lago Azul Transmissão (Azul), Paraíso Transmissora (Paraíso) e Reestruturação societária entre Copel e Eletrosul, bem como outras que eventualmente venham a integrar o rol de “oportunidades de negócio” para fins de desinvestimentos da Companhia;
- b) examine o caso concreto da alienação da Intesa, notadamente no que diz respeito ao preço negociado e à existência de conflito de interesse entre o assessor financeiro e o comprador;
- c) examine a minuta de edital do Leilão das 70 SPEs;
- d) promova análises sobre a alienação das SPEs, levando-se em conta critérios de materialidade, relevância, risco, oportunidade e tempestividade.

5. CONCLUSÃO

258. O objetivo do presente trabalho foi averiguar a fundamentação jurídica que embasou os desinvestimentos em SPE da Eletrobras, analisar a Sistemática de Desinvestimento em SPE (peça 8, p. 1-30) e os procedimentos dela decorrentes e identificar se estavam presentes os riscos apontados no TC 013.056/2016-6, com o intuito de prevenir a ocorrência de atos danosos ao interesse público.

259. Quanto à fundamentação jurídica, a Eletrobras se posiciona no sentido de ser inaplicável o procedimento licitatório às alienações de participações da Estatal que forem consideradas oportunidades de negócio, nos termos fixados pelo art. 28, § 4º, da Lei 13.303/2016. Com o fim de evitar que processos de alienação venham a ser questionados, ou até mesmo anulados, mais à frente, vislumbra-se necessário propor determinação para que a Estatal preveja em seus normativos de suporte aos desinvestimentos que, nas situações que venham a ser enquadradas como oportunidade de negócio, somente deixe de promover processos competitivos naqueles casos em que restar justificada a inviabilidade desses procedimentos.

260. No âmbito da análise da Sistemática de Desinvestimentos em SPE da Eletrobras e dos procedimentos dela decorrentes, vislumbram-se algumas recomendações e determinações com o intuito de prevenir a ocorrência de atos danosos, quais sejam:

Recomendar à Eletrobras que preveja em seus normativos que regem os processos de desinvestimentos que a etapa da avaliação interna seja feita de modo independente da avaliação externa, sem que os responsáveis pela aquela tenham conhecimento desta;

Recomendar à Eletrobras que preveja a contratação de fairness opinion nos casos de alienações que se realizem por fora do leilão com base na oportunidade de negócio;

Determinar à Eletrobras, tendo em vista os princípios da economicidade e da vantajosidade econômica, que preveja em seus normativos de suporte aos desinvestimentos que a estipulação do preço mínimo nas vendas de participações em SPE seja utilizada não apenas no caso de leilão, mas também em vendas caracterizadas como oportunidade de negócio, de modo que a venda só ocorra se ultrapassado ou igualado o preço mínimo, evitando-se destruição de valor;

Recomendar à Eletrobras que inclua previsões normativas de modo a não haver subordinação de quem faz a avaliação econômico-financeira do ativo à comissão de alienação, para evitar vieses na condução do

processo;

261. Trabalho anterior realizado no âmbito do TC 013.056/2016-6, que ensejou os Acórdãos 3.166/2016 e 442/2017, ambos TCU-Plenário, identificou riscos a serem evitados nos casos de desinvestimentos de estatal, quais sejam: falta de transparência do processo competitivo; escolha de assessor financeiro sem consulta ao mercado; escolha de potenciais compradores com restrição aos participantes; alteração do objeto alienado sem que os participantes possam se manifestar; não condução à deliberação de órgãos diretivos de atos essenciais; não divulgação da etapa de perguntas e respostas. Além disso, verificou-se eventual risco de venda que vá de encontro à economicidade ou vantajosidade econômica.

262. Cada um desses riscos foi analisado considerando o caso dos desinvestimentos em SPE da Eletrobras. Vários dos riscos não estão presentes no presente caso, cabendo, contudo, algumas determinações e recomendações referentes à questão da transparência, escolha do assessor financeiro e economicidade das vendas, quais sejam:

Determinar à Eletrobras que o edital do leilão das participações em SPE: não estabeleça exigências que possam, de alguma forma, admitir condições que comprometam, restrinjam ou frustrem o caráter competitivo do processo; preveja a ampla disponibilização de respostas a questionamentos dos participantes; e disponibilize data room com informações necessárias e suficientes para que os participantes possam fazer suas ofertas;

Determinar à Eletrobras que, nos casos de contratação de assessor ou consultor financeiro para subsidiar seus processos de desinvestimentos, constitua processo específico de contratação, com realização de análise prévia pela área jurídica, caso a caso, quando for identificada hipótese de contratação direta;

Determinar à Eletrobras que preveja em seus normativos mecanismos para evitar que haja conflito de interesses entre os assessores/consultores financeiros e potenciais compradores no caso das alienações de participações societárias em SPE e em outros desinvestimentos, não apenas no caso de serem realizados por meio de leilão, mas principalmente nos casos em que sejam realizados com base na fundamentação da oportunidade de negócio;

Recomendar à Eletrobras que, nos processos de desinvestimentos, preveja mecanismos normativos que impeçam que haja influência das avaliações externas nas avaliações internas e vice-versa, de modo a ter de fato avaliações com óticas distintas que permitam a estipulação de um preço mínimo adequado, que deve também considerar, na sua estipulação, as avaliações efetuadas pelo método dos múltiplos.

Recomendar à Eletrobras para que haja formalização quanto aos critérios técnicos e/ou situações justificáveis para modificação do custo de capital da companhia, definindo previamente a periodicidade de atualização/mudanças em detrimento de atualização/mudanças em função de programas em andamento.

263. Apesar de não ter feito parte do escopo desta fase do acompanhamento a análise das avaliações econômico-financeiras de SPE específicas, identificou-se que as transações realizadas pela chamada oportunidade de negócios ensejam mais riscos, por não haver o “controle do mercado”, e que a venda da Intesa se deu em um possível ambiente de conflito de interesse. Tendo isso em vista e considerando o disposto no Manual de Acompanhamento do TCU aprovado pela Portaria Segecex 27/2016, propõe-se o retorno dos autos à Unidade Técnico após apreciação deste relatório, para que:

a) empreenda análise sobre a inviabilidade de competição nos casos concretos de negociações bilaterais, descritos pela Eletrobras como “oportunidades de negócio”, notadamente as das seguintes SPEs: Belo Monte Transmissora de Energia (BMTE), Interligação Elétrica do Madeira (IEMadeira), Integração Transmissora de Energia (Intesa), Lago Azul Transmissão (Azul), Paraíso Transmissora (Paraíso) e Reestruturação societária entre Copel e Eletrosul, bem como outras que eventualmente venham a integrar o rol de “oportunidades de negócio” para fins de desinvestimentos da Companhia;

b) examine o caso concreto da alienação da Intesa, notadamente no que diz respeito ao preço negociado e à existência de conflito de interesse entre o assessor financeiro e o comprador;

c) examine a minuta de edital do Leilão das 70 SPEs;

d) promova análises sobre a alienação das SPEs, levando-se em conta critérios de materialidade, relevância, risco, oportunidade e tempestividade.

6. PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO

264. Ante o exposto, submetem-se os autos à consideração superior, propondo:

a) determinar à Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras) que encaminhe ao TCU a minuta de edital do leilão das SPEs, acompanhada das avaliações econômico-financeiras definitivas que subsidiaram a definição do preço mínimo, com antecedência mínima de sessenta dias de sua publicação, em analogia ao art. 3º, inciso III, da Instrução Normativa TCU 27/1998, de forma a possibilitar o exame da documentação por parte da Corte de Contas (item 254);

b) determinar à Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras), com fundamento no art. 43, I, da Lei 8.443/92 c/c art. 250, II, do Regimento Interno do TCU (RI/TCU), para que, em quinze dias, preveja em seus normativos de suporte aos desinvestimentos:

b.1) que, nas situações que venham a ser enquadradas como oportunidade de negócio, somente deixe de promover processos competitivos após restar justificada a inviabilidade desses procedimentos, tendo em vista o disposto no art. 28, § 4º, da Lei 13.303/2016 (item 92);

b.2) que a estipulação do preço mínimo nas vendas de participações em SPE seja utilizada não apenas no caso de leilão, mas também em vendas caracterizadas como oportunidade de negócio, de modo que a venda só ocorra se ultrapassado ou igualado o preço mínimo, evitando-se destruição de valor, tendo em vista os princípios da economicidade e da vantajosidade econômica (item 152);

b.3) que eventual edital do leilão (i) não estabeleça exigências que possam, de alguma forma, admitir condições que comprometam, restrinjam ou frustrem o caráter competitivo do processo; (ii) preveja a ampla disponibilização de respostas a questionamentos dos participantes; e (iii) disponibilize *data room* com informações necessárias e suficientes para que os participantes possam fazer suas ofertas, tendo em vista os princípios da competitividade, isonomia, transparência, publicidade e impessoalidade (item 169);

b.4) que, nos casos de contratação de assessor ou consultor financeiro para subsidiar seus processos de desinvestimentos, seja constituído processo específico de contratação, com realização de análise prévia pela área jurídica, caso a caso, quando for identificada hipótese de contratação direta, tendo em vista o art. 30, inciso II, alínea c, da Lei 13.303/2016 e os princípios da competitividade, transparência e impessoalidade (item 187);

b.5) mecanismos no sentido de evitar que haja conflito de interesses entre os assessores/consultores financeiros e potenciais compradores no caso das alienações de participações societárias em SPE e em outros desinvestimentos, não apenas no caso de serem realizados por meio de leilão, mas principalmente nos casos em que sejam realizados com base na fundamentação de oportunidades de negócio, tendo em vista os princípios da economicidade e da seleção da proposta mais vantajosa (198);

c) recomendar à Centrais Elétricas Brasileiras S.A., com fundamento no art. 250, III, do Regimento Interno do TCU (RI/TCU) que:

c.1) nos casos de venda de participações em SPE sem ser pelo formato do leilão, como no caso das chamadas oportunidades de negócio, proceda com a contratação de *fairness opinion* junto ao assessor ou consultor financeiro (item 145);

c.2) inclua nos normativos dos seus desinvestimentos previsões de modo a não haver subordinação de quem faz a avaliação do ativo à comissão de alienação, para evitar vieses na condução do processo (item 155);

c.3) nos processos de desinvestimentos, preveja em seus normativos mecanismos que impeçam a influência das avaliações externas nas avaliações internas e vice-versa, de modo a ter de fato avaliações com óticas distintas que permitam a estipulação de um preço mínimo adequado, que deve também considerar, na sua estipulação, as avaliações efetuadas pelo método dos múltiplos (itens 141 e 234);

c.4) em relação ao cálculo do custo de capital da companhia, formalize critérios técnicos e/ou situações justificáveis para modificação, definindo previamente a periodicidade de atualização/mudanças em detrimento de atualização/mudanças em função de programas em andamento (item 243);

d) dar ciência à Eletrobras de que a dispensa de licitação prevista no art. 28, §§ 3º, inciso II, e 4º, da Lei 13.303/2016, está condicionada à justificativa da inviabilidade de competição, nos termos do próprio art. 28, § 3º, inciso II, da mesma lei;

e) restituir os autos à Unidade Técnica, tendo em vista o disposto nos itens 66 e 95.3 do Manual de Acompanhamento do TCU aprovado pela Portaria Segecex 27/2016, para prosseguimento do acompanhamento (item 257), de modo que a Unidade Técnica:

e.1) empreenda análise sobre a inviabilidade de competição nos casos concretos de negociações bilaterais, descritos pela Eletrobras como “oportunidades de negócio”, notadamente as das seguintes SPEs: Belo Monte Transmissora de Energia (BMTE), Interligação Elétrica do Madeira (IEMadeira), Integração Transmissora de Energia (Intesa), Lago Azul Transmissão (Azul), Paraíso Transmissora (Paraíso) e Reestruturação societária entre Copel e Eletrosul, bem como outras que eventualmente venham a integrar o rol de “oportunidades de negócio” para fins de desinvestimentos da Companhia;

e.2) examine o caso concreto da alienação da Intesa, notadamente no que diz respeito ao preço negociado e à existência de conflito de interesse entre o assessor financeiro e o comprador;

e.3) examine a minuta de edital do Leilão das 70 SPEs;

e.4) promova análises sobre a alienação das SPEs, levando-se em conta critérios de materialidade, relevância, risco, oportunidade e tempestividade.”

3. Em despacho à peça 34, determinei a oitiva da Eletrobras para que se manifestasse sobre as conclusões e propostas a ela endereçadas, alertando-a que a execução de ações no âmbito do Programa de Desinvestimento, antes de concluído o exame destes autos pelo TCU, poderia resultar na adoção de medidas cautelares com vistas a assegurar a efetividade da atuação desta Corte.

4. Na sequência, adveio nova instrução à peça 77, acompanhada da anuência uniforme da SeinfraElétrica, cujo excerto reproduzo abaixo, tarjadas as informações acobertadas por sigilo, em conformidade com o cadastro de restrição de acesso à peça 85:

“1. INTRODUÇÃO

1. Trata-se do acompanhamento do processo de desinvestimentos em Sociedades de Propósito Específico (SPE) das Centrais Elétricas Brasileiras (Eletrobras), realizada pela Secretaria de Fiscalização de Infraestrutura de Energia Elétrica (SeinfraElétrica) e pela Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro (SecexEstataisRJ), autorizada por meio do Despacho do Ministro Relator, Aroldo Cedraz, com fundamento no art. 19, § 5º, da Resolução-TCU 269/2015 (peça 4 do TC 028.122/2017-8).

2. Nesta instrução examinar-se-á: (i) as avaliações econômico-financeiras de um grupo de setenta SPEs, bem como a minuta do edital do certame, ante à sinalização da Eletrobras de realizar a venda de sua participação acionária nessas empresas em leilão público (peça 14, p. 2-4); e (ii) a resposta da Eletrobras à oitiva determinada pelo relator à peça 34, versando sobre as conclusões e propostas de encaminhamentos da instrução precedente (peça 28), que avaliou a sistemática de desinvestimentos do grupo Eletrobras.

1.1. Objetivo e escopo

3. Além de se propor a analisar a resposta da Eletrobras, sobre as conclusões e propostas de encaminhamento a ela endereçadas na instrução precedente (peça 28), esta instrução irá examinar, levando-se em conta critérios de materialidade, relevância, risco e oportunidade, os critérios adotados nas avaliações econômico-financeiras (*valuations*) das SPEs que estão inseridas no Programa de Desinvestimento da Eletrobras, especificamente as que serão levadas a leilão público (setenta SPEs), confrontando-os com parâmetros econômicos e de mercado e com metodologias consagradas para esse tipo de avaliação. Essa análise tenciona evitar a sub ou a superavaliação dos ativos, que podem resultar em danos à Estatal, seja pela subprecificação em si, seja por eventuais lotes desertos. Será avaliada também a minuta de edital do leilão de alienação das participações acionárias da Eletrobras em setenta SPEs de geração e transmissão.

4. O leilão de venda da participação acionária em tela está alinhado ao Plano Diretor de Negócios e Gestão das Empresas Eletrobras – PDNG 2017 – 2021, que contempla metas e projetos para o alcance dos objetivos estratégicos das empresas do Sistema Eletrobras. Dentre elas há a previsão de alienação das participações societárias em SPEs com o objetivo de reduzir o indicador Dívida Líquida/EBITDA, já que implica em redução de dívidas das empresas controladas – Chesf, Eletronorte, Eletrosul e Furnas – junto à Eletrobras. O PDNG 2018 – 2022 manteve essa iniciativa no planejamento da Estatal (peça 38, p. 7).

5. As SPEs que serão levadas a leilão foram transferidas à Eletrobras *holding* a partir de uma operação de dação em pagamento de dívidas da Eletrosul, Chesf, Eletronorte e Furnas, mediante a transferência de ações de algumas SPEs de titularidade dessas empresas (peça 38, p. 8). Em 23/2/2018, o Conselho de Administração da Eletrobras aprovou que a alienação das participações societárias da Eletrobras em SPEs detidas pelas empresas controladas serão realizadas por meio de leilão, composto pelas setenta SPEs da Tabela 1, agrupadas em 17 lotes.

6. A dação em pagamento foi realizada pelo valor contábil (*book value*) das participações acionárias das controladas da Eletrobras. No entanto, conforme previstos nos Instrumentos Particulares de Dação em Pagamento (peça 53), após a realização do certame, será feito ajuste da dação em pagamento a depender do valor de venda das empresas (peça 53, p. 10, 18 e 28).

7. Ressalta-se que, para algumas das SPEs que fazem parte do leilão, não foi possível fazer a transferência das participações societárias objeto da operação de dação em pagamento entre as controladas e a *holding*, em razão de pendências junto a assembleias de acionistas ou de debenturistas pulverizadas, de forma que, para que não haja prejuízo ao andamento do certame, a venda de participações será feita por meio de instrumentos de procuração das subsidiárias para a *holding*.

8. Para a análise aqui empreendida, as SPEs foram classificadas em dois grupos: SPEs de geração e SPEs de transmissão (Tabela 1).

Tabela 1: Carteira de SPEs que serão objeto de desinvestimento por meio de leilão.

Lote	Empreendimentos	Participação Eletrobras	Nº de SPEs	UF
SPEs de Geração Eólica			59	
1	Eólica Serra das Vacas Holding S.A. (EOL Serra das Vacas I a IV)	49,00%	5	PE
2	Chapada do Piauí I Holding S.A. (EOL Santa Joana IX a XVI)	49,00%	15	PI
	Chapada do Piauí I Hlding S.A. (EOL Santa Joana I, III, IV, V, VII e Santo Augusto IV)	49,00%		
3	Vam Cruz I Participações S.A. (EOL Caiçara I e II e Junco I e II)	49,00%	5	RN
4	Pedra Branca S.A.	49,00%	8	BA
	São Pedro do Lago S.A.	49,00%		
	Sete Gameleiras S.A.	49,00%		
	Baraúnas I Energética S.A.	49,00%		
	Mussambê Energética S.A.	49,00%		
	Morro Branco I Energética S.A.	49,00%		
	Baraúnas II Energética S.A.	1,50%		
	Banda do Couro Energética S.A.	1,70%		
5	Brasventos Eolo Geradora de Energia S.A.	49,00%	3	RN
	Rei dos Ventos 3 Geradora de Energia S.A.	49,00%		
	Brasventos Miassaba 3 Geradora de Energia S.A.	49,00%		
6	Geradora e Comercializadora de Energia Elétrica S.A. (EOL Mangue Seco 2)	49,00%	1	RN
7	Santa Vitória do Palmar Holding S.A. (EOL Verace I a X) e Chuí Holding S.A. (EOL Chuí I, II, IV e V e Minuano I e II)	78,00%	18	RS
8	Eólica Hermenegildo I S.A.	99,99%	4	RS
	Eólica Hermenegildo II S.A.	99,99%		
	Eólica Hermenegildo III S.A.	99,99%		
	Eólica Chuí IX S.A.	99,99%		

SPes de Transmissão			11	
9	Amazônia-Eletronorte Transmissora de Energia S.A.	49,00%	1	MT
10	Brasnorte Transmissora de Energia S.A. (BRASNORTE)	49,71%	1	MT
11	Companhia de Transmissão Centroeste de Minas S.A. (CENTROESTE)	49,00%	1	MG
12	Empresa de Transmissão do Alto Uruguai S/A (ETAU)	27,42%	1	RS/SC
13	Luziânia-Niquelândia Transmissora S.A. (LUZIÂNIA-NIQUELÂNDIA)	49,00%	1	GO
14	Transmissora Matogrossense de Energia S.A. (TME)	49,00%	1	MT
15	Companhia Transirapé de Transmissão (TRANSIRAPÉ)	24,50%	3	MG
	Companhia Transleste de Transmissão (TRANSLESTE)	24,00%		
	Companhia Transudeste de Transmissão (TRANSUDESTE)	25,00%		
16	Uirapuru Transmissora de Energia S.A.	75,00%	1	PR
17	Manaus Transmissora de Energia S.A. (MANAUS TR)	49,50%	1	AM/PA
TOTAL			70	

Fonte: Conjunto de dezessete lotes da carteira de desinvestimentos (peça 14, p. 56-57).

Nota: Com exceção dos lotes 7, 8 e 16, todos os demais envolvem participações minoritárias, ou seja, não há poder de controle por parte da Eletrobras.

9. A Definição do escopo de análise partiu do exame de riscos apresentado no tópico seguinte.

1.1.1. Análise de Riscos para definição do escopo (abrangência e profundidade) dos ativos objeto do desinvestimento

10. No início do acompanhamento do processo de desinvestimento da Eletrobras, optou-se por fazer uma análise *top-down*, isto é, examinando os aspectos mais gerais, para em um segundo momento analisar os mais específicos. Assim, partiu-se inicialmente da análise da sistemática empregada para os desinvestimentos, objeto de análise da instrução precedente (peça 28).

11. O diagnóstico realizado na instrução anterior concluiu que os desinvestimentos realizados por meio de leilão são os que apresentam menor risco quando comparado a estratégia de venda pelas chamadas “oportunidades de negócios”. Isso se deve porque com essa modalidade de alienação (leilão) há, além de transparência e publicidade, a possibilidade de competição, o que conduz à revelação da real valoração de determinado bem ou ativo. Há, portanto, o chamado “controle de mercado”.

12. Entendeu-se, assim, que o risco maior nos desinvestimentos em participações em SPE recairá nas vendas que serão negociadas bilateralmente. Ocorre que, da lista de possíveis SPes que seriam negociadas bilateralmente (peça 18, p. 1), a Eletrobras informou, em resposta à oitiva determinada pelo Relator (peça 51, p. 4-5), que algumas não serão mais vendidas, ou seja, foram retiradas do Programa de Desinvestimentos da empresa, são elas: Belo Monte Transmissora de Energia (BMTE); Interligação Elétrica do Madeira (IEMadeira); Lago Azul Transmissão (Azul), e Caldas Novas Transmissão (Caldas Novas). Esclareceu, ainda, que a SPE Paraíso Transmissora S.A. (Paraíso) sequer teve suas obras iniciadas, encontrando-se, assim, em chamada pública para seleção de investidores para assumirem o empreendimento. Restaram, portanto, apenas duas transações: (i) Integração Transmissora de Energia (Intesa); e (ii) Reestruturação societária entre Copel e Eletrosul.

13. Quanto à segunda, reestruturação societária entre Copel e Eletrosul, a Eletrobras elucidou se tratar de um descruzamento societário, em razão dessas empresas possuírem SPes em comum, no qual pretende-se separar as sociedades, e, por esse motivo não está incluída no Programa de Desinvestimentos do Sistema Eletrobras, posto que se trata de uma permuta de ações, sendo uma ação empresarial isolada da Eletrosul, não tendo influência no fluxo de recursos da Eletrobras (peça 51, 9. 4-5). Nesse sentido, por não se tratar de uma alienação de ativos e por não fazer parte do programa de desinvestimentos da Eletrobras, entendeu-se que esse caso não faz parte do escopo deste acompanhamento.

14. Assim, dados esses contornos, a presente análise buscou examinar a documentação sobre a alienação

das participações em setenta SPEs que a Eletrobras pretende levar à leilão público na B3. Nada obstante, realizou, ainda, análise da alienação da participação Eletrobras na SPE Intesa (49%), tendo como foco a questão jurídica da inviabilidade de competição no caso concreto, conforme registrado na seção 7.

15. Para definição do escopo e da extensão da análise a ser realizada no caso das setenta SPEs que serão levadas a leilão, levou-se em consideração os pressupostos das Normas de Auditoria do Tribunal de Contas da União, bem como, em específico, da ISSAI 400 no que tange ao exame de riscos.

16. Nesse sentido, considerou-se as três dimensões diferentes do risco de auditoria: (i) o risco inerente, que é risco intrínseco ao objeto de auditoria; (ii) o risco de controle; que decorre de ações gerenciais de controle interno ineficazes; e (iii) o risco de detecção, que é o risco que o auditor não detecte distorções relevantes.

17. Os riscos inerentes e de controle são riscos da entidade/objeto auditado, enquanto o risco de detecção é o único controlável pelo auditor.

18. Para determinar a profundidade e extensão dos procedimentos de auditoria, deve-se primeiro avaliar o risco de distorção relevante, que decorre dos riscos inerentes e de controle.

19. Quanto ao risco de controle para a venda pretendida pela Eletrobras, entende-se que a estrutura de governança de desinvestimentos para o caso concreto atenua possíveis ocorrências desfavoráveis à boa condução do processo, conforme sinalizam as seguintes medidas: (i) foi criado um grupo gestor para validação da avaliação externa (conduzida pelo BTG Pactual) e comparação com a avaliação interna dos ativos, bem como níveis de governança para controle do processo, mediante os quais as decisões sobre os desinvestimentos percorrem a estrutura de governança da Eletrobras, sendo submetidas ao exame e aprovação de Diretoria Executiva, Conselho de Administração e Assembleia Geral, bem como dos comitês estatutários de apoio; (ii) toda a documentação que embasou as avaliações será tornada pública em *data room* para análise dos interessados, conforme consta da peça 51, p.3; e (iii) foram realizadas duas avaliações independentes dos ativos no caso concreto.

20. Conforme detalhado na instrução precedente (peça 28, p. 32-33), a sistemática adotada pela Eletrobras prevê que a Diretoria Executiva da Eletrobras (DEE) conduzirá o desinvestimento de ativos em SPE do Sistema Eletrobras (peça 8, p. 4). Além disso, a DEE, o CAE (Conselho de Administração da Eletrobras) e a Assembleia Geral (AGE) da Companhia são os órgãos responsáveis pela aprovação dos principais produtos vinculados às três primeiras fases do desinvestimento descritas na Sistemática, quais sejam o Programa de Desinvestimento, o Plano de Alienação de Ativo e o Relatório de Resultado da Alienação de Ativo (peça 8, p. 10).

21. A possível falta de publicidade, transparência e impessoalidade na condução do desinvestimento foi um dos principais riscos examinados pela equipe de auditoria (peça 28, p. 25-27). Todavia, entendeu-se que o formato do leilão, comunicado ao mercado pelo Conselho de Administração da estatal, vai ao encontro dos princípios constitucionais de competitividade, isonomia, transparência, publicidade e impessoalidade, uma vez que há divulgação da oportunidade de negócio, bem como a possibilidade de realização de processo competitivo e impessoal para a escolha da melhor oferta para a Estatal.

22. Esses princípios constitucionais, os quais são de obrigatoria observância ao setor público, ensejaram a proposta de determinação constante do parágrafo 264.b.3 da peça 28 no sentido de que o edital do leilão das participações da Eletrobras em SPEs não estabeleça exigências que possam, de alguma forma, admitir condições que comprometam, restrinjam ou frustrem o caráter competitivo do processo; preveja a ampla disponibilização de respostas a questionamentos dos participantes; e disponibilize *data room* com informações necessárias e suficientes para que os participantes possam fazer suas ofertas.

23. Outro ponto relevante para este processo é a necessidade de que de fato tenham sido realizadas duas avaliações independentes dos ativos a serem alienados, já que a média dos resultados finais de cada avaliação foi utilizada como valor mínimo de venda das ações da Eletrobras em cada uma das SPEs. Tal questão será abordada especificamente na seção 5.

24. Feitos os apontamentos sobre os riscos mais gerais associados à sistemática de desinvestimentos na etapa precedente, **entende-se que o principal risco remanescente para essa segunda etapa de acompanhamento é o de que a venda não ocorra com vantajosidade econômica para a Estatal** ou que o estabelecimento de **preço mínimo inadequado cause prejuízos à Companhia, seja por estar abaixo do**

valor correto dos ativos, seja por estarem superdimensionados e não haja interessados nos mesmos. Tal aspecto da alienação é essencial para que os desinvestimentos se traduzam de fato em injeções de caixa para a redução da dívida da Estatal, sem que haja perda ou destruição de valor no processo.

25. No caso em análise, uma avaliação econômico-financeira de ativos de geração e de transmissão de energia elétrica, examinando o risco inerente ao processo, leva às seguintes ponderações:

- (i) a metodologia de fluxo de caixa descontado, e utilizada no presente caso pela Eletrobras para avaliação dos ativos, é amplamente praticada para esse tipo de avaliação, com critérios e bases sólidas no meio empresarial, diminuindo o risco inerente à escolha da metodologia de precificação em comparação com outras disponíveis;
- (ii) das premissas de entrada do Fluxo de Caixa (Receitas):
 - a. no caso de SPEs de geração, as empresas possuem garantia física (montante de geração que estão autorizadas a comercializar) estabelecida em Portaria do Ministério de Minas e Energia (MME) e contratos firmados de médio/longo prazo, o que dá previsibilidade de receitas por meio de contratos existentes, diminuindo a discricionariedade ou subjetivismo na definição das receitas até o termo final desses contratos. Para a energia eventualmente não coberta por contratos existentes, o desafio torna-se a previsão/estimativa do valor dessa energia no mercado futuro; e
 - b. no caso de SPEs de transmissão, as concessionárias têm **receitas fixas** ajustadas pela inflação, a chamada Receita Anual Permitida (RAP), com previsão estável da receita futura;
- (iii) das premissas de entrada do Fluxo de Caixa (despesas operacionais e financeiras):
 - a. custos financeiros determinados em contratos de financiamentos já firmados ou debêntures emitidos;
 - b. contratos vigentes para operação e manutenção dos equipamentos;
 - c. utilização de média de valores de anos anteriores para despesas gerais e administrativas; e
 - d. necessidade de previsão de investimento para prolongação de vida útil dos parques eólicos.
- (iv) do custo de capital:
 - a. cada avaliador adotou suas projeções e premissas para estabelecer o custo de capital próprio a ser utilizado como taxa de desconto do fluxo de caixa.

26. Portanto, verifica-se que são poucas as variáveis não determinativas que compõem o escopo da avaliação de cada ativo, sendo algumas delas transversais aos ativos.

27. Assim, a análise do preço mínimo ora realizada foi orientada principalmente às premissas econômicas e setoriais que mais afetam o resultado. São elas: o custo de capital utilizado como taxa de desconto do modelo de fluxo de caixa; as estimativas de preço futuro da energia elétrica durante o prazo de concessão das SPEs; e a metodologia para as projeções de despesas operacionais e financeiras (financiamentos). A análise desses quesitos é transversal a todo o grupo de empresas, devendo apenas ser separada em dois grupos: SPEs de geração eólica e SPEs de transmissão.

28. Essa análise transversal é possível porque o parâmetro custo de capital utilizado foi o mesmo para todas as SPEs do mesmo segmento (geração ou transmissão); foi estabelecido o mesmo preço da energia incentivada (proveniente de fontes renováveis, tal como a eólica) para todas as SPEs de geração, a despeito de não serem todas localizadas no mesmo submercado; e no caso das projeções operacionais e financeiras, as metodologias empregadas pelas avaliadoras para projeção dos custos operacionais e financeiros das SPEs foram semelhantes em todas as SPEs do mesmo segmento, baseadas nos Planos de Negócios ou nas Demonstrações financeiras das SPEs.

29. Ou seja, para as principais variáveis transversais que não são determinativas das setenta SPEs, foram realizadas análises aprofundadas nesta instrução.

30. Ademais, selecionou-se amostra de SPEs para realizar análise pormenorizada das avaliações realizadas, tais como a correta descrição e utilização dos parâmetros da empresa, seus contratos e contingências. Para selecionar a amostra, são várias as possibilidades de critérios, tais como: maior valor de avaliação (materialidade), as com maior diferença entre as avaliadoras, as com maior diferença entre o valor contábil e o resultado das avaliações etc.

31. Utilizando os critérios de materialidade (maior preço mínimo) e de maior discrepância entre a avaliação realizada pela Eletrobras e o *book value* da SPE, foram selecionadas as seguintes SPEs para uma análise mais aprofundada das planilhas de cálculo e premissas adotadas por ambas avaliadoras. A planilha utilizada para definição da amostra está anexada como item não digitalizável à peça 71.

Tabela 2: Amostra selecionada.

Geração	Transmissão
Santa Vitória do Palmar Holding, que inclui 11 SPEs: - Santa Vitória do Palmar Holding S.A.; - Eólica Geribatú I S.A. (Verace I); - Eólica Geribatú II S.A. (Verace II); - Eólica Geribatú III S.A. (Verace III); - Eólica Geribatú IV S.A. (Verace IV); - Eólica Geribatú V S.A. (Verace V); - Eólica Geribatú VI S.A. (Verace VI); - Eólica Geribatú VII S.A. (Verace VII); - Eólica Geribatú VIII S.A. (Verace VIII); - Eólica Geribatú IX S.A. (Verace XI); e - Eólica Geribatú X S.A. (Verace X);	Manaus Transmissora de Energia S.A.
Chuí Holding S.A., que inclui 7 SPEs: - Chuí Holding S.A.; - Eólica Chuí I S.A. (Chuí I); - Eólica Chuí II S.A. (Chuí II); - Eólica Chuí IV S.A. (Chuí IV); - Eólica Chuí V S.A. (Chuí V); - Eólica Chuí VI S.A. (Minuano I); - Eólica Chuí VII S.A. (Minuano II); e	
Chapada do Piauí I Holding S.A. que inclui 8 SPEs: - Chapada do Piauí I Holding S.A.; - Ventos de Santa Joana IX Energias Renováveis S.A.; - Ventos de Santa Joana X Energias Renováveis S.A.; - Ventos de Santa Joana XI Energias Renováveis S.A.; - Ventos de Santa Joana XII Energias Renováveis S.A.; - Ventos de Santa Joana XIII Energias Renováveis S.A.; - Ventos de Santa Joana XV Energias Renováveis S.A.; e - Ventos de Santa Joana XVI Energias Renováveis S.A.;	Transmissora Matogrossense de Energia S.A
Chapada do Piauí II Holding S.A. que inclui 7 SPEs: - Chapada do Piauí II Holding S.A.; - Ventos de Santa Joana I Energias Renováveis S.A.; - Ventos de Santa Joana III Energias Renováveis S.A.; - Ventos de Santa Joana IV Energias Renováveis S.A.; - Ventos de Santa Joana V Energias Renováveis S.A.; - Ventos de Santa Joana VII Energias Renováveis S.A.; e - Ventos de Santo Augusto IV Energias Renováveis S.A.;	

32. Assim, a amostra selecionada contempla um total de 35 SPEs, sendo trinta e três de Geração e duas de Transmissão. Além disso, conforme evidenciado (peça 71, item não digitalizável), a amostra representa mais de 50% do montante total de desinvestimento (R\$ [REDACTED] bilhões), bem como mais de 50% do montante total da diferença entre a avaliação (preço mínimo) e o *book value*.

33. Nessa amostra serão realizados os seguintes testes de consistência: conferência dos principais dados de entrada, tais como: garantia física dos parques, RAPs atualizadas, contratos existentes; e compatibilização com as demonstrações financeiras atualizadas, bem como demais documentos disponibilizados no *data room*.

2. AVALIAÇÕES ECONÔMICO-FINANCEIRAS

2.1 Metodologia e Resultados Gerais

34. Tendo em vista o processo de desinvestimento de participações em SPEs da Eletrobras e a necessidade de se estabelecer o preço de referência para a venda dos ativos, a Estatal decidiu realizar uma avaliação interna, conduzida pelo Departamento de Gestão de Investimentos (DFPI) e contratar consultor financeiro externo independente para fornecer “uma visão de valor das SPEs pela perspectiva do mercado/comprador” (peça 38, p. 9). Dessa forma, foi contratado o banco BTG Pactual (BTG), com o objetivo de promover o *valuation* dessas SPEs.

35. Embora não faça parte da análise realizada nessa instrução, a Eletrobras informou à equipe que as SPEs que vierem a ser classificadas como “oportunidade de negócio” também terão as duas avaliações e será estipulado preço mínimo pela mesma metodologia empregada às demais SPEs.

36. A metodologia de avaliação dessas SPEs escolhida pela Eletrobras foi o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), o qual intende valorar os ativos através da projeção de geração de receitas, subtraídas dos custos futuros – operacionais, investimentos, financeiros etc. –, descontado por taxa referente ao custo do capital da empresa (K_e), que, em tese, reflete os riscos associados ao negócio.

37. Este método, baseado na rentabilidade futura, é amplamente empregado no setor de infraestrutura e em modelagens econômico-financeiras, bem como de utilização prevista nas desestatizações do Programa Nacional de Desestatização, por força do § 1º e § 3º do art. 30 do Decreto 2.594 de 15 de março de 1998 (Regulamento a Lei 9.491, de 9 de setembro de 1997 – Lei do PND).

38. O preço mínimo para os ativos contemplados no escopo de desinvestimento em SPE da Eletrobras foi estabelecido pela média aritmética dos resultados gerados internamente, pela DFPI, e dos apresentados pelo consultor financeiro externo, BTG. A Estatal entendeu que, dessa forma, foi realizada a ponderação das visões do vendedor (Eletrobras) e do comprador (mercado).

39. Dentre as SPEs que irão a leilão, sete são de participação majoritária da Eletrobras (lotes 7, 8 e 16), ou seja, a Estatal possui o controle dessas empresas. Nesses casos, a Eletrobras entendeu que deveria ser acrescido ao preço mínimo resultante dos *valuations* um prêmio pela venda do controle. Tal entendimento se coaduna com bibliografia consagrada na matéria, Damodaran (peça 38, p. 17):

(...) destaca-se também que segundo Damodaran (2004, p. 685) “os investidores e empresas estão dispostos a pagar prêmios sobre o preço de mercado para controlar a administração das empresas, especialmente aquelas em que eles percebem que são administradas de forma incompetente.” Sendo assim, complementa ele: “o valor de tirar o controle de uma administração é inversamente proporcional à qualidade percebida dessa administração e à sua capacidade de maximizar o valor da empresa”.

40. Esse prêmio, que a Eletrobras considera de difícil mensuração, foi estabelecido pela estatal em █% do preço mínimo das SPEs, mesmo percentual de prêmio observado na negociação da participação da Eletrobras na SPE Intesa.

41. A alienação da participação da Eletrobras na Intesa se deu pela decisão da Estatal em aceitar a proposta de compra de suas ações. A Equatorial estendeu à Eletrobras a oferta de compra da sua participação societária na Intesa, na mesma condição e pelo mesmo valor por ação pago ao FIP Brasil Energia (acionista majoritário) quando da alienação de sua participação, incluindo o prêmio de controle, de forma análoga a um *tag along* voluntário não previsto no acordo de acionistas da sociedade (peça 51, p. 6).

42. Observou-se fragilidade em se determinar o valor do prêmio por meio de apenas um caso anterior, sendo, ainda, uma venda direta, sem processo licitatório.

43. Cita-se trecho do Acórdão 201/2006 –TCU/Plenário, de autoria do Ministro Benjamin Zuymler:

5.3.2.2. (...) Veja a seguinte informação retirada da dissertação de mestrado de Felipe Carvalho da Cruz (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial da Escola de Pós-graduação em Economia da FGV - Dissertação sob o título: Benefícios Privados de Controle, Ambiente Legal e Desenvolvimento do Mercado de Capitais: um estudo do caso brasileiro): “A metodologia de Dyck e Zingales aplicada a uma amostra de 39 países com 412 operações de venda de controle entre 1999 e 2000 aponta para **prêmios de controle variando entre -4% e 65%, com média positiva de 14%.** O Brasil possui a maior média, com 65% de prêmio de controle sobre o valor de mercado das ações. A menor média é a do Japão, com -4%, sendo que países como Estados Unidos e Inglaterra aparecem com 2%.”; “Em relação às regras

de *takeover*, espera-se que elas diminuam o prêmio de controle na medida em que esse prêmio deve ser dividido com os minoritários no evento de mudança de controle

44. Pelo estudo citado no Acórdão, a média do prêmio de controle no Brasil dentro da amostra estudada era de 65%. Ainda que tal média não seja possível de ser aplicada ao caso concreto em análise, pelas especificidades desse tipo de ativo, é importante que a Eletrobras se baseie em mais de uma transação para a estimativa do prêmio.

45. Ademais, o art. 254-A da Lei 6.404/76, lei das Sociedades Anônimas, aborda o tema de precificação do controle acionário para o caso de venda de companhias abertas e pode servir de parâmetro na definição desse valor:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o **preço no mínimo igual a 80%** (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

46. Ao garantir que o preço mínimo pago por ação de minoritário seja de pelo menos 80% do valor do majoritário, a lei estabelece, indiretamente, como razoável que a ação do acionista majoritário tenha valor até 25% maior ao da ação do minoritário, sem o controle da companhia.

47. Observa-se ainda que o BTG Pactual não estabeleceu nenhum valor para o prêmio de controle em suas avaliações.

48. Dessa forma, foi questionado à Eletrobras (peça 37): a justificativa para utilizar os resultados de uma única transação (SPE Intesa) para estipular o valor do prêmio de controle; se o valor de █% está alinhado com transações deste tipo no mercado brasileiro; e qual a justificativa do *advisor* (BTG) para não inclusão de prêmio de controle em suas avaliações.

49. A Eletrobras respondeu que (peça 73, p.7-8):

Conforme explanado no item 7 da IT-DFPI-011/2018, o prêmio de controle é de difícil estimação dadas inúmeras variáveis. Os ativos que estão sendo analisados, com controle da Eletrobras, possuem algumas características que fazem com o que o comprador tenha uma percepção de valor de prêmio de controle menor, quais sejam:

- a) fato de serem SPE reduz a margem de manobra de seu administrador quando comparado às empresas com um portfólio mais amplo;
- b) as SPE em análise são de pequeno ou médio porte, não sendo consideradas como estratégicas ou relevantes para o setor;
- c) não são negociadas em bolsa; e
- d) evidências de uma administração enxuta, reduzindo a possibilidade de ganhos de eficiência com um novo controlador.

Além dos pontos citados acima, a Eletrobras não tem acesso ao percentual de prêmio de controle praticado pelo mercado em transações do mesmo tipo.

Dessa forma, optou-se por adotar o valor que foi praticado em uma operação à qual a Eletrobras teve acesso, que foi a Compra do controle da Intesa pela Equatorial energia, que estendeu a mesma oferta à Eletrobras, onde o valor do prêmio de controle é explícito e corresponde à █%. É importante destacar que a Intesa possui as mesmas características das demais SPE que serão alienadas, apontadas acima, o que nos fez adotar tal transação como base para definição do prêmio de controle das demais SPE.

Como o BTG não considerou em seus cálculos nenhum prêmio de controle, **utilizamos o percentual sobre a média das avaliações calculadas de forma a ter um prêmio sobre o preço (estimado pela média das avaliações) e não apenas sobre a avaliação da Eletrobras com o fito de adicionar mais valor aos ativos que detemos controle.** (grifos acrescidos)

50. Já o BTG respondeu que (peça 73, p. 8):

Para avaliação dos ativos, foi adotada a avaliação por fluxo de caixa descontado para o acionista, onde foi determinado o valor para 100% do ativo. Como os resultados dessa avaliação refletem o valor intrínseco do ativo, a partir dela, não incluímos nem desconto por falta de controle para as participações

minoritárias, nem prêmio de controle no caso das SPEs onde a Eletrobras detém controle efetivo.

51. Em relação ao BTG, por ter sido contratado para avaliar o ativo, independentemente de sua posição relativa no mercado de energia elétrica brasileiro, considera-se razoável que o *advisor* não tenha previsto em seus cálculos um adicional pelo controle das empresas. É mais coerente que a Eletrobras faça essa ponderação.

52. Por outro lado, pelas razões apresentadas pela Eletrobras, principalmente pelo fato de essas SPEs não serem consideradas de grande porte, não tendo papel estratégico no setor e não serem negociadas em bolsa, entende-se que o baixo valor de prêmio de controle é aplicável aos casos aqui analisados.

53. Ademais, por ter sido aplicado o prêmio à média das avaliações, entende-se que a Eletrobras buscou agregar valor a esses ativos, cujo controle acionário está sendo alienado.

54. De toda forma, ao submeter essas empresas ao procedimento licitatório, permite-se que o mercado pondere sobre o valor estimado pela Eletrobras.

55. No entanto, propõe-se **recomendar à Eletrobras que, em próximas avaliações, o prêmio estabelecido pelo controle acionário das empresas a serem vendidas seja embasado em um maior número de transações similares e ainda com a prática do mercado acionário brasileiro.**

56. Outra importante premissa estabelecida pela Eletrobras foi não considerar nos *valuations* a prorrogação das concessões de transmissão, já que, embora a Lei 12.783/2013 autorize a prorrogação de concessões uma única vez pelo prazo de até trinta anos, essa prorrogação é prerrogativa do poder concedente e condicionada à aceitação de condições estabelecidas ao concessionário (peça 38, item não digitalizável 'anexos.zip', arquivo 'Anexo 3', p. 3).

57. Portanto, as prorrogações das concessões, por não poder se definir objetivamente se serão conduzidas pelo poder concedente, não constam das avaliações econômico-financeiras e dos preços mínimos resultantes.

58. Em síntese, a Tabela 3 apresenta um resumo das duas avaliações, o valor final estabelecido e o valor contábil de cada um dos lotes do Leilão.

59. Importante destacar que para as SPEs em que o preço mínimo estabelecido é menor do que o valor contábil (valor de livro ou *book value*), será contabilizado um prejuízo na venda de tais ativos. Entretanto, esse fato não implica em desvantagem na venda dessas SPEs, já que o valor contábil não representa os benefícios, ou receitas, que aquele investimento irá representar para a Companhia, sendo, em realidade, o registro dos investimentos já aportados naquele ativo descontado de eventuais baixas contábeis.

60. As SPEs listadas a seguir possuem preço mínimo menor que o valor contábil:



61. Importa ressaltar que se encontra em curso nesta Unidade Técnica auditoria para avaliar a gestão e o desempenho dos empreendimentos geridos por meio de SPEs do grupo Eletrobras (TC 022.373/2017-9), oportunidade em que os motivos e possíveis responsáveis pela deterioração econômico-financeira de vários desses ativos serão examinados e submetidos à esta Corte para apreciação.

62. Continuando, ainda sobre o processo de avaliação das empresas, ressalta-se que foram realizadas pelas avaliadoras análise por múltiplos de mercado, que busca comparar as avaliações das empresas em relação aos valores de mercado de transações comparáveis e indicadores operacionais. Esse método parte da premissa que ativos semelhantes possuem preços semelhantes.

63. Embora os resultados não tenham sido utilizados pela Eletrobras ao se determinar os preços mínimos de venda, é possível utilizar as análises de múltiplos de mercado para verificar se os preços finais estão alinhados com transações de empresas comparáveis. A análise sobre esse aspecto foi realizada na seção 2.4 desta instrução. Em resumo, pôde-se notar que os valores da Eletrobras estão ligeiramente menores do que as avaliações de mercado, estando a maioria abaixo da mediana das transações de mercado utilizadas nas avaliações de múltiplos.


TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO
Secretaria-Geral de Controle Externo
Secretaria de Fiscalização de Infraestrutura de Energia Elétrica e
Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro

Tabela 3: Resultados dos *valuations* das SPEs do leilão.

Lote	Empreendimentos	Avaliação DFPI (R\$ mil)	Avaliação BTG (R\$ mil)	Diferença entre as avaliações	Prêmio de Controle (R\$ mil)	Preço Mínimo (R\$ mil)	Book Value (R\$ mil)	Diferença Preço Mínimo e Book Value
SPEs de Geração Eólica								
1	Eólica Serra das Vacas Holding S.A. (EOL Serra das Vacas I a IV)							
2	Chapada do Piauí I Holding S.A. (EOL Santa Joana IX a XIII e XV e XVI)							
	Chapada do Piauí II Holding S.A. (EOL Santa Joana I, III, IV, V, VII e Santo Augusto IV)							
3	Vam Cruz I Participações S.A. (EOL Caiçara I e II e Junco I e II)							
4	Pedra Branca S.A.							
	São Pedro do Lago S.A.							
	Sete Gameleiras S.A.							
	Baraúnas I Energética S.A.							
	Mussambê Energética S.A.							
	Morro Branco I Energética S.A.							
	Baraúnas II Energética S.A.							
	Banda do Couro Energética S.A.							
5	Brasventos Eolo Geradora de Energia S.A.							
	Rei dos Ventos 3 Geradora de Energia S.A.							
	Brasventos Miassaba 3 Geradora de Energia S.A.							
6	Geradora e Comercializadora de Energia Elétrica S.A. (EOL Mangue Seco 2)							
7	Santa Vitória do Palmar Holding S.A. (EOL Verace I a X)							
	Chuí Holding S.A. (EOL Chuí I, II, IV e V e Minuano I e II)							
8	Eólica Hermenegildo I S.A.							
	Eólica Hermenegildo II S.A.							
	Eólica Hermenegildo III S.A.							
	Eólica Chuí IX S.A.							
SPEs de Transmissão								


TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO
Secretaria-Geral de Controle Externo
Secretaria de Fiscalização de Infraestrutura de Energia Elétrica e
Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro

Lote	Empreendimentos	Avaliação DFPI (R\$ mil)	Avaliação BTG (R\$ mil)	Diferença entre as avaliações	Prêmio de Controle (R\$ mil)	Preço Mínimo (R\$ mil)	Book Value (R\$ mil)	Diferença Preço Mínimo e Book Value
9	Amazônia-Eletronorte Transmissora de Energia S.A. (AETE)							
10	Brasnorte Transmissora de Energia S.A. (BRASNORTE)							
11	Companhia de Transmissão Centroeste de Minas S.A. (CENTROESTE)							
12	Empresa de Transmissão do Alto Uruguai S/A (ETAU)							
13	Luziânia-Niquelândia Transmissora S.A. (LUZIÂNIA - NIQUELÂNDIA)							
14	Transmissora Matogrossense de Energia S.A. (TME)							
15	Companhia Transirapé de Transmissão (TRANSIRAPÉ)							
	Companhia Transleste de Transmissão (TRANSLESTE)							
	Companhia Transudeste de Transmissão (TRANSUDESTE)							
16	Uirapuru Transmissora de Energia S.A.							
17	Manaus Transmissora de Energia S.A. (MANAUS TR)							
TOTAL								

Fonte: Elaboração própria a partir de informações constantes das peças 38 e 71.

Notas: NA = Não se aplica, vez que a Eletrobras não detém o controle societário

2.2 Cálculo do Custo de Capital

64. Para definição do preço mínimo é necessário a definição da taxa de desconto a ser utilizada, já que essa taxa leva em conta o valor do dinheiro no tempo, tendo em vista o risco e o retorno relativos ao segmento de negócio e ao país em que o ativo está inserido. A taxa de desconto também é chamada de taxa mínima de atratividade (TMA) e pode ser definida como a taxa de retorno mínima requerida por um investidor para realizar o projeto em análise, em função do seu risco de mercado.

65. Quanto maior a taxa, menor será o valor estimado para os ativos, pois os fluxos de caixa estimados serão descontados por uma taxa maior. Variações pequenas nas taxas podem ensejar diferenças bastante significativas nas avaliações e, por consequência, no preço mínimo a ser estipulado.

66. A taxa utilizada, tanto pela Eletrobras, quanto pelo BTG, no método do fluxo de caixa descontado, para chegar ao valor presente líquido do ativo objeto do desinvestimento, foi o Custo de Capital Próprio (Ke), já que a alienação se caracteriza pelo valor que o empreendimento trará aos seus acionistas.

67. O BTG utilizou as informações disponibilizadas pela Eletrobras em *data room virtual*, bem como realizou interações presenciais com as equipes de avaliação das respectivas empresas.

68. Para determinação do valor econômico dos ativos foi adotada a avaliação por Fluxo de Caixa Descontado para os Acionistas (FCFE, sigla do inglês para *Free Cash Flow to Equity*) que visa refletir o valor dos ativos com base em suas expectativas de rendimento futuro, após o pagamento de dívidas, descontados a valor presente por uma taxa que busque refletir o risco inerente do negócio.

69. Além da metodologia FCFE, a Eletrobras informa que os múltiplos de transações precedentes foram inseridos pelo BTG no relatório de forma ilustrativa e não serão considerados no estabelecimento do Preço Mínimo de cada SPE, já que, de acordo com a Eletrobras, tais avaliações complementares não refletem as especificidades desses ativos e, portanto, não indicam corretamente a geração de valor para o acionista (peça 14, p. 7). Os resultados dessas avaliações estão apresentados na seção 2.4.

70. Como apontado na instrução anterior (peça 28), observou-se possível fragilidade da Estatal não ter procedimento e prazos estabelecidos para a atualização do Custo de Capital da Companhia utilizado para decisões de negócios. Tal fato seria um risco em processos de aquisições/alienações de empresas já que os valores podem ser atualizados de modo a se chegar a uma taxa que enseje preços determinados previamente, de forma enviesada, o que se costuma definir como “conta de chegada”.

71. Em sua resposta à oitiva (peça 51), a Eletrobras elucidou que a metodologia de cálculo do Custo de Capital da Eletrobras foi aprovada pela Diretoria Executiva da Estatal por meio da Resolução 1.218/2009 e abrange o cálculo do Custo de Capital Próprio (Ke), o Custo de Capital de Terceiros (Kd) e o Custo Médio Ponderado de Capital, ou *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC). O WACC depende dos Custos de Capital Próprio e de Terceiros, além da estrutura de endividamento, que reflete a composição entre Ke e Kd (peça 51, 5).

72. A Estatal esclareceu que, pela metodologia aprovada, a taxa de desconto será atualizada ao menos uma vez por ano, quando houver algum evento de mercado relevante ou quando ocorrerem gatilhos que tornem necessária a atualização, tais como *impairment* ou desinvestimentos, o que teria justificado a atualização da taxa por meio da IT DFPP-003/2018, de 16/3/2018 (peça 39),

73. Ao se observar a Resolução 1.218/2009, nota-se que, de fato, há previsão para atualização periódica dos parâmetros Ke, Kd e WACC (peça 54, p. 1):

(...)

4. Determinar que o Departamento de Desenvolvimento de Negócios – DFN atualize os cálculos do Ke, Kd e WACC, com periodicidade semestral ou inferior, no caso de mudanças relevantes na conjuntura e/ou na estrutura de capital da ELETROBRÁS, e que dê conhecimento à Diretoria Executiva da ELETROBRÁS.

74. Assim, a Resolução 1.218/2009 (peça 54) estabelece que devem ser atualizados os parâmetros de “Ke, Kd e WACC, com periodicidade semestral ou inferior, no caso de mudanças relevantes na conjuntura e/ou estrutura de capital da empresa.

75. Por sua vez, o Anexo 1 da IT DFPP-003/2018, de 16/3/2018 (peça 39), traz a atualização do cálculo do

Custo de Capital da Eletrobras que é utilizado nas avaliações econômico-financeiras das SPEs a serem alienadas. A planilha de cálculos foi enviada pela Eletrobras e está disponível como anexo não digitalizável à peça 39.

76. Percebe-se, portanto, que, embora o K_e tenha sido atualizado, não houve revisão da metodologia adotada (peça 39, p. 4), ou seja, atualizaram-se apenas os parâmetros, mantendo-se inalterada a metodologia em relação à aprovada em 2009 pela Resolução 1.218/2009.

77. Embora não se tenha constatado revisão metodológica no caso concreto, é importante que eventuais mudanças dessa ordem sejam efetuadas com independência em relação às previsões de fluxos de caixa e que os critérios técnicos para o cálculo das taxas da companhia tenham uniformidade ao longo do tempo, evitando-se revisões radicais em função de mudanças conjunturais de curto prazo.

78. Por isso, é salutar que, além da previsão de periodicidade de atualização, como de fato há na Resolução 1.218/2009, haja a formalização quanto aos critérios técnicos e/ou situações justificáveis para eventuais modificações metodológicas de cálculo custo de capital da companhia, definindo previamente a periodicidade de mudanças.

79. Assim, propõe-se recomendar à **Eletrobras que formalize critérios técnicos e/ou situações justificáveis para eventual modificação metodológica do cálculo do custo de capital, definindo previamente a periodicidade de revisões, buscando evitar risco de alterações em função de situações conjunturais.**

80. As informações técnicas utilizadas para a definição do Custo de Capital serão detalhadas e analisadas a seguir.

81. Para a determinação do Custo de Capital Próprio (K_e) foi adotada a metodologia de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). A Eletrobras indica tê-lo escolhido em função de ser “utilizado amplamente para estimar o custo de capital de empresas” e, ainda, “por ser o modelo teórico utilizado pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel)” (peça 39, p. 4).

82. O K_e por este método é calculado por:

$$K_e = R_f + \beta \cdot PRM + R_{país}$$

Equação 1: Custo de Capital Próprio (K_e)

onde R_f é a taxa livre de risco, PRM é o prêmio de risco de mercado, β é o beta e $R_{país}$ é o prêmio de risco país.

83. Dessa forma, deve-se adotar uma taxa livre de risco e a ela adicionar um prêmio de risco de mercado, que busca captar os riscos específicos dos ativos em análise, ponderado pelo beta do Setor.

Taxa Livre de Risco (R_f)

84. Para a determinação da Taxa Livre de Risco (R_f), foi utilizado o método usual, tendo como referência os títulos do tesouro americano, cotados em dólar e garantidos pelo governo americano. De acordo com a Eletrobras, tal escolha se baseia no fato de que, de acordo com a Aneel, “algumas especificidades encontradas no mercado acionário local ainda impedem que o CAPM local possua robustez”. Assim, segundo a Eletrobras, o mercado acionário brasileiro não se adequaria às premissas necessárias ao método do CAPM. Entre os motivos para tal, estão a pouca liquidez no mercado e a insuficiência de dados históricos (peça 39, p. 5).

85. A Eletrobras utilizou como referência a média da cotação diária do *Treasury Bonds* americanos de trinta anos (*T-Bonds* 30Y) para o período de [REDACTED], chegando ao valor de [REDACTED] (peça 39, p. 6); enquanto o BTG usou a média da cotação diária do *Treasury Bonds* americanos de dez anos (*T-Bonds* 10Y), no período de [REDACTED], chegando ao valor de [REDACTED] (peça 40, p. 8). Ambas as referências utilizadas encontram respaldo na literatura. Todavia, em função da possibilidade de escolhas diferentes quanto à referência e ao período utilizado, ainda que sempre acompanhadas de justificativas plausíveis, é importante que essas escolhas sejam realizadas previamente e sem vinculação com qualquer transação da companhia que venha a utilizar os valores encontrados, de modo a evitar o risco de influências enviesadas nas escolhas das referências ou períodos, conforme salientado no tópico anterior, onde houve endereçamento de proposta no sentido de dar mais robustez a eventuais mudanças metodológicas.

Prêmio de Risco de Mercado

86. O Prêmio de Risco de Mercado (PRM) indica o quanto os investidores exigem de diferença para deixar de investir em títulos sem risco para investir no mercado de ações. Tanto a Eletrobras quanto o BTG utilizaram como prêmio a diferença entre os retornos históricos do índice S&P500 (índice composto pelas ações das 500 maiores empresas negociadas na Bolsa de Nova York) e o retorno dos *Treasury Bonds* americanos de trinta anos (*T-Bonds* 30Y). No entanto a Eletrobras utilizou o intervalo de [REDACTED] e o BTG o intervalo entre [REDACTED] (peça 39, p. 7, e peça 40, p. 9).

Beta (β)

87. O parâmetro Beta quantifica o risco sistemático de um negócio, indicando a volatilidade desse tipo de ação de acordo com os movimentos do mercado. Para estimar esse parâmetro, usualmente selecionam-se empresas comparáveis, desalavanca-se o beta da estrutura de capital dessas empresas e posteriormente realavanca-se o beta para a estrutura de capital utilizada na avaliação.

88. A título de exemplo e comparação, o beta estimado pela Aneel para a determinação da taxa de retorno no cálculo da remuneração das instalações de transmissão de energia elétrica pertencentes ao Sistema Interligado Nacional (SIN) envolve os seguintes passos (peça 41, p.9):

- i. Cálculo dos betas individuais das empresas em relação ao mercado de referência (índice S&P500). Dessa forma, são encontrados betas alavancados, isto é, que consideram a estrutura de capital existente, indicando os riscos do negócio e financeiro da empresa;
- ii. Desalavancagem dos betas de cada empresa, utilizando o grau de alavancagem individual e a alíquota de imposto de renda do mercado de referência de 38,92%, obtendo, assim, o beta desalavancado associado ao risco do negócio;
- iii. Realavancagem do beta desalavancado do setor, utilizando para tal a estrutura de capital regulatória brasileira e as alíquotas de imposto de renda da pessoa jurídica (IRPJ) de 25% e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), de 9%, perfazendo um total de 34% para os impostos; e
- iv. Cálculo da média aritmética dos betas realavancados individuais.

89. Assim, os betas desalavancados individuais para o setor de transmissão resultaram, conforme Nota Técnica 161/2017-SEM/Aneel, de 22/9/2017, em um Beta médio de 0,3035, calculado de acordo com os retornos semanais obtidos no período de cinco anos, de 1º de janeiro de 2012 a 31 de dezembro de 2016. O Beta médio alavancado do setor elétrico brasileiro de 0,4630 foi obtido após a aplicação da estrutura média de capital e da alíquota de imposto local de 34% (peça 41, p. 9).

90. Diferentemente da metodologia usual descrita acima para estimativa desse parâmetro, o BTG calculou o Beta pela média dos Betas das empresas do setor elétrico brasileiro listadas em bolsa ([REDACTED]), chegando ao valor de [REDACTED] para o Beta desalavancado e de [REDACTED] para o Beta alavancado (peça 40, p. 11).

91. Além de o BTG ter se baseado em empresas brasileiras, que formam um conjunto amostral reduzido, para o cálculo do beta, não se entende adequada a utilização do mesmo beta para o setor de transmissão e para o setor de geração. Esses dois segmentos possuem natureza bastante diversa em suas atividades, principalmente quanto à previsibilidade de receitas, já que as empresas de transmissão recebem uma receita fixa anual e as empresas de geração eólica estão expostas a riscos tais como a instabilidade dos ventos, do clima, dos preços de mercado etc.

92. O BTG justifica tal assunção de betas iguais em razão do “restrito universo de empresas comparáveis específicas de transmissão e de geração eólica” (peça 40, p. 7).

93. O BTG procurou corrigir essa diferença no valor final do Ke, acrescentando um *spread* de risco de [REDACTED] para os ativos eólicos e reduzindo em [REDACTED] o Ke para os ativos de transmissão. No entanto, tais valores não possuem justificativas na documentação apresentada, aparentando serem valores aleatoriamente escolhidos.

94. Ademais, embora o resultado do Ke do BTG tenha ficado em [REDACTED] e se tenha adotado a redução ou adição de [REDACTED] nos custos de capitais dos dois segmentos, o que resultaria em [REDACTED] para transmissão e [REDACTED] para geração; não foram esses os valores utilizados na projeção dos fluxos de caixa, mas sim, [REDACTED] e [REDACTED].

95. Foi solicitado à Eletrobras, por meio do Ofício 167/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 37), de 13/6/2018, que buscasse junto ao BTG a razão de não terem utilizado a metodologia mais usual de projeção pelo beta de

empresas de geração americana, tal como faz a Aneel para as empresas de transmissão.

96. O BTG respondeu que (peça 73, p. 6):

Entendemos que a utilização do beta com base nas empresas brasileiras também é uma metodologia amplamente aceita e utilizada. Adicionalmente, para ativos de setores regulados, que por sua vez sofrem interferência dos órgãos reguladores e não só das ações do mercado, a utilização de companhias listadas em bolsas nos países nos quais eles se encontram acabam sendo mais aplicáveis como referências.

Além disso, o fato de estarmos utilizando comparáveis brasileiras propicia um melhor conhecimento da referência que está sendo utilizada como parâmetro de comparação.

97. Foi também solicitado ao BTG que justificasse: a) a utilização do valor de +/- [REDACTED]; e b) como se chegou aos valores finais de [REDACTED] para geração e de [REDACTED] para transmissão, já que o Ke do BTG ficou em [REDACTED], e ao se adicionar/subtrair o percentual informado (+/- [REDACTED]), teríamos Ke final de [REDACTED] ([REDACTED]) para geração e de [REDACTED] ([REDACTED]) para transmissão.

98. O BTG respondeu que (peça 73, p. 6):

a) Com base **no conhecimento obtido por meio dos processos de venda e compra de ativos no setor elétrico conduzidos pelo BTG**, entendemos que o spread em termos de custo de capital para refletir o risco adicional que ativos de geração de energia eólica possuem em relação aos ativos de transmissão deveria ser em torno de [REDACTED].

b) Como mencionado anteriormente, a definição do custo de capital foi sugerida com base no nosso entendimento do retorno exigido por investidores do setor elétrico para investirem nesses citados tipos de ativos. O cálculo do custo de capital pelo método de CAPM foi para reforçar que nossa referência está em linha com cálculos teóricos. Além disso, entendemos que o custo de capital adotado é conservador se comparado com o calculado pelo método de CAPM uma vez que leva a uma melhor precificação dos ativos, apesar de também entendermos que tais diferenças não são materiais no contexto da precificação dos ativos.

99. Por mais que o BTG tenha liberdade em estimar os valores utilizados em suas projeções, já que os termos contratuais não estabelecem qualquer especificidade sobre tal ponto, entende-se que é implícito de qualquer contratação de consultoria econômico-financeira que os seus resultados sejam embasados em metodologias e técnicas devidamente fundamentadas, como forma de possibilitar a avaliação tanto pela empresa que o contratou.

100. No caso ora em exame, as premissas adotadas pelo BTG aparentam certa aleatoriedade, o que dá margem a excessiva discricionariedade, o que pode prejudicar a independência das duas avaliações.

101. Se, como o BTG informou, tivessem sido utilizados os valores de mercado obtidos “por meio dos processos de venda e compra de ativos no setor elétrico conduzidos pelo BTG”, as taxas aplicadas seriam semelhantes aos dados apontados na peça 40, p. 4, que têm como média: [REDACTED] para transmissão e [REDACTED] para geração. No entanto, os valores utilizados foram [REDACTED] e [REDACTED], respectivamente.

102. Assim, muito embora os valores não estejam fora de um *range* comum ao verificado no setor elétrico (como será apresentado adiante, quando se compara o Ke da Eletrobras com os adotados pela Aneel), a Eletrobras, como contratante dos serviços do BTG, por sua vez tem a responsabilidade de exigir do seu consultor as justificativas e bases utilizadas para as avaliações. Sem essa prerrogativa, não seria necessária a contratação de consultor, utilizando-se para suas projeções apenas suas próprias estimativas, valores praticados pela Agência Reguladora ou transações anteriores.

103. Nesse sentido, entende-se oportuno **determinar à Eletrobras que, ante a ausência de motivação técnica transparente para os valores de Ke apresentados pelo BTG, exija junto ao contratado, as bases que fundamentam o cálculo desse parâmetro, buscando rastreabilidade aos fatores que compuseram sua avaliação.**

104. Continua-se abaixo a apresentar o cálculo dos demais parâmetros para, ao fim, expor a conclusão geral sobre o Ke das avaliações.

105. Continuando, a Eletrobras, por sua vez, considerou o beta de transmissão no valor de [REDACTED] e o de geração em [REDACTED]. A Estatal detalha o racional por trás do cálculo dos betas utilizados da seguinte forma (peça 39, p. 8):

As empresas que compõem a amostra dos betas são as utilizadas pela Aneel nas Notas Técnicas nº

22/2015-SGT/Aneel de janeiro de 2015, nº 27/2015-SEM-SCT-SGT/Aneel de fevereiro de 2015 e nº89/2014-SER/Aneel de março de 2014, para os segmentos de distribuição, transmissão e geração no regime de cotas (concessão renovada), respectivamente com os ajustes necessários em função de incorporação de Empresas. Empresas deslistadas em Bolsa, dentre outros.

Importante mencionar que, conforme Nota Técnica nº 89/2014-SER/Aneel, o risco das Empresas de geração que tiveram sua concessão renovada passou a ser muito semelhante ao risco das Empresas de Empresas de transmissão, de forma que a Aneel utiliza para o cálculo do beta das Empresas de geração em regime de cotas o mesmo grupo de Empresas das utilizadas para o cálculo do beta das Empresas de transmissão.

$$(\dots)$$

Para o cálculo do beta das Empresas de Geração, o beta obtido a partir de um acréscimo de um componente de risco ao beta da transmissão/geração em regime de cotas, na medida em que o risco desse segmento é superior. Para obter o adicional do risco construiu-se um modelo de regressão com base nos betas históricos dos segmentos de geração e transmissão de Empresas brasileiras.

106. Em uma primeira análise, notou-se que são utilizadas como referências notas técnicas da Aneel de 2014 e 2015. No entanto, já existem informações mais atuais da Agência acerca do beta utilizado no segmento de transmissão (Nota Técnica 161/2017-SEM/Aneel – peça 41).

107. A Aneel à época (2015) utilizava diferentes betas para o período de construção e para o período de operação. No período de construção era utilizado o beta da indústria de construção pesada e no período de operação o beta do setor elétrico.

108. A metodologia atual utilizada pela Agência foi alterada, conforme constam nos Submódulos 9.1 e 9.8 do PRORET da Aneel. Essa mudança está em linha com as determinações constantes no Acórdão 288/2016-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro José Múcio Monteiro:

9.2.1. Absterha-se de utilizar o beta do setor de construção civil pesada na metodologia de cálculo do custo de capital próprio, por incoerência técnico-teórica, ausência de fundamentação e duplicidade no cômputo do adicional de risco;

109. Dado o exposto, foi solicitado à Eletrobras, por meio do Ofício 167/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 37), de 13/6/2018, a indicação das empresas que foram utilizadas para estimativa do beta de transmissão.

110. A Eletrobras, por meio da Carta CTA-CAI-2194/2018 (peça 73), apresentou tabela contendo as empresas utilizadas para estimativa do beta de Transmissão pela Eletrobras (Tabela 4).

Tabela 4: Empresas consideradas pela Eletrobras no cálculo do beta.

[illegible]

Fonte: peça 73, p. 3.

111. Ainda, foi informado que, na metodologia de cálculo, “não se utilizou betas de construção”, utilizando apenas “empresas americanas para Geração e Transmissão contidas nas Notas Técnicas mencionadas da Aneel, desconsiderando as empresas de construção pesada” (peça 73, p. 3).

112. Ainda em relação ao beta utilizado nas projeções, a Eletrobras calcula o beta de Geração (das usinas que não estão no regime de cotas) como uma aproximação das usinas em regime de cotas, acrescentando um componente de risco.

113. A aproximação da Aneel em considerar para as usinas em cotas o mesmo beta da transmissão se deve porque, ao aderir ao sistema de cotas, as usinas passam a ter uma receita fixa, pois só recebem pela operação e manutenção das usinas e a energia gerada é atribuída às distribuidoras, que repassam aos consumidores o risco de geração, sendo, portanto, um modelo de receita fixa, como na transmissão. A mesma coisa não ocorre para as demais geradoras (fora do regime de cotas).

114. Para a geração fora do regime de cotas, o fluxo de caixa é bastante diferente do regime de uma transmissora ou da geração cotista. Eles possuem o risco de não entrega da energia dos contratos que firmaram e ainda podem obter lucros ou prejuízos no mercado de curto prazo, a depender do valor do Preço de Liquidação de Diferenças (PLD).

115. Dessa forma, foi solicitado à Eletrobras, por meio do Ofício 167/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 37), de 13/6/2018, qual o modelo de regressão e os betas históricos utilizados para se estimar o beta de Geração a partir do beta de Transmissão. Ademais, foi questionada a razão de não se estimar o beta a partir das empresas de energia renovável no mercado americano, à semelhança do modelo de transmissão. Foi também solicitado o encaminhamento das planilhas que deram suporte ao cálculo do custo de capital da Eletrobras.

116. Em resposta, a Eletrobras afirmou que (peça 73, p. 3-5):

Para geração não renovada, sabe-se que há um risco adicional (hidrológico) associado e, para tanto, não podendo ser replicada a mesma abordagem da geração renovada. Assim, para a obtenção do beta de Geração alguns estudos foram feitos:

i) Obtenção de informações de betas de Empresas norte-americanas (mercado de referência) que são apenas geradoras de energia elétrica, ou que o segmento de geração represente majoritariamente seu negócio de atuação. Entretanto, não há número suficiente de dados para essa amostra uma vez que as Empresas americanas, em sua maioria, não apresentassem esse perfil.

ii) Conforme inclusive perguntado no Ofício, também se estudou a utilização de Empresas de energia renovável no mercado americano. Apesar das Empresas de renováveis apresentarem um risco (eólico, solar, biomassa etc.) maior que o risco hidrológico, esta alternativa foi estudada e avaliada. Entretanto, tal qual na situação anterior, obteve-se uma amostra insuficiente. O que se pôde observar foi que a amostra, apesar de numerosa, era pouco homogênea quanto à fonte de energia (empresas de *Oil & gas*, *Financial services*, etc sendo classificadas como *renewables*), e, ainda, com numerosas Empresas com baixo valor de mercado e/ou com poucos pontos disponíveis, ou seja, são papéis com pouca negociação, contaminando o seu beta. Uma vez expurgadas todas essas Empresas, inviabilizou-se o exercício.

iii) Diante da dificuldade de dados, e considerando que se busca o risco adicional ao de Geração renovada (ficou equivalente à Transmissão) em função do risco hidrológico, então se utilizou, depois de discussões internas e com a auditoria externa da Eletrobras, um modelo de regressão para estimar um beta para Geração não renovada a partir do beta de empresas de transmissão. Para tanto, foram utilizados os dados de Empresas do mercado sul-americano cujo segmento de negócio é majoritariamente de Geração de energia e de Empresas cujo segmento de negócios é majoritariamente de Transmissão de energia elétrica.

iii.1 A lista de Empresas do mercado sul-americano utilizada na regressão é a mesma que era utilizada anteriormente pela Eletrobras, quando sua metodologia não tinha como referência o mercado norte-americano.

117. Para estimar o Beta de geração, a Eletrobras parte do beta de empresas do mercado sul-americano de

transmissão (■) e de geração (■) para chegar em uma regressão que explicasse a correlação entre os valores (peça 73, p. 5). A expressão obtida está apresentada na Figura 1. O valor para o Beta de geração, a partir do Beta de transmissão desalavancado (■), foi de ■; e o Beta alavancado foi de ■.

Figura 1: Expressão escolhida para determinar Beta de Geração a partir do Beta de Transmissão (fonte: 73, p.5).

118. Realmente, as empresas de geração eólica são normalmente pequenas e sem representatividade em bolsa de mercado de capitais. Dessa forma, há uma dificuldade de se encontrar um número razoável de empresas para estimação do beta no mercado americano.

119. Observe que a estimativa do Custo de Capital Próprio para as SPEs de geração é definida a partir do beta calculado para esse setor, já que todos os demais parâmetros utilizados pela metodologia de CAPM são independentes do setor que se analisa.

120. Estudo de 2011 realizado pelo IPEA intitulado “A remuneração dos investimentos em energia renovável no Brasil – Uma proposta metodológica ao *benchmark* da UNFCCC para o Brasil” selecionou 41 empresas internacionais do setor de energia renovável (eólica, bicomustível e solar) e calculou a média de beta desalavancado nos Estados Unidos. Para aplicar essa média ao Brasil, foi considerada como zero a alíquota marginal de impostos, não existindo benefícios fiscais de endividamentos, e alavancagem de 50% de endividamento e 50% de capital próprio. Foi obtido o beta de 1,03 para o setor de energia elétrica renovável brasileiro (peça 43, p. 26).

121. Embora o beta de geração renovável do estudo teórico mencionado ($\beta=1,03$) apresente significativa diferença para o beta calculado pela Eletrobras ($\beta=■$), há que se ponderar que aquele estudo datava de 2011, período anterior às significativas mudanças do setor elétrico brasileiro advindas da Medida Provisória 579/2012, convertida na Lei 12.783/2013.

122. Além disso, a mensuração de betas a partir de modelos de regressão pode, de fato, apresentar significativas diferenças a depender das premissas e dos parâmetros adotados, como a amostra de empresas selecionadas e o período considerado na avaliação.

123. Assim, há mais de uma forma possível para se estimar o beta, em outras palavras não há um modelo exato, o que torna avaliação do “adicional de risco sistemático” pela regressão feita pela Estatal de difícil apreciação. A metodologia utilizada pela Estatal (peça 39) tem bases razoáveis e justificáveis, motivo pelo qual a empresa entende que seu resultado reflete o risco superior desse tipo de empresa frente ao risco da geração cotista (renovada).

124. Dessa forma, entende-se que a utilização do beta da transmissão, acrescido de componente de risco obtido pela correlação entre betas de transmissão e de geração, embora não seja a melhor forma de estimação, dadas as dificuldades em obter amostra significativa, pode ser considerada justificável.

125. Todavia, vislumbra-se oportunidade de melhoria nas estimativas do Beta de geração empregado pela Eletrobras, calculado a partir do Beta de transmissão acrescido de prêmio de risco estimado por um modelo de regressão. Dessa forma, **recomenda-se à Eletrobras que, para futuras operações, promova estudos no sentido de investigar outras formas de cálculo do beta da geração que possam fornecer valores mais aderentes à realidade desse tipo de ativo, como por exemplo a partir de empresas pertencentes ao setor de geração americano, com a posterior desalavancagem e realavancagem com as alíquotas brasileiras de impostos e a estrutura de capital ótima utilizada pela Eletrobras.**

Risco País

126. Retomando aos parâmetros que resultam no valor do Custo de Capital Próprio (equação 1), ao utilizar como referência o mercado estadunidense, é preciso adicionar o Risco país, de forma a refletir o diferencial entre um título cotado em dólar e um investimento a ser realizado em reais, para que haja adaptação do uso do título americano no Brasil. Ou seja, ao considerarmos a taxa de juros dos títulos do tesouro americano como balizador de um investimento sem risco, é necessário incorporar um componente cambial ao cálculo da taxa de desconto.

127. A medida mais utilizada para estimativa do Risco País é calculada pelo banco JP Morgan, por meio do *Emerging Markets Bond Index* (EMBI+ Brasil). Ambas as avaliações utilizaram essa mesma referência,

diferenciando apenas o período para o cálculo da média. A Eletrobras usou o período de [REDACTED], e o BTG a média dos últimos [REDACTED], buscando “capturar a tendência recente da taxa e evitar a consideração puramente de período que possa ser reflexo de alta volatilidade” (peça 40, p. 10).

128. Por fim, o BTG considerou ainda um prêmio de risco relacionado ao tamanho das empresas, consideradas pequenas, e a consequente liquidez menor. Tendo em vista que quanto menor a liquidez, maior será o retorno exigido pelo investidor, foi acrescido o prêmio de [REDACTED] retirado do relatório de mercado da Ibbotson para empresas consideradas de pequeno porte (capitalização entre [REDACTED]).

129. Ocorre que, considerando a utilização do CAPM para cálculo do custo de capital, não é comum acrescentar prêmios de em função do tamanho/liquidez, por extrapolar as bases teóricas do modelo CAPM. Outros métodos de precificação incluem “prêmios” em função do tamanho, mas o CAPM não. Assim, **será proposto determinar à Eletrobras que solicite justificativa junto ao BTG para adoção do prêmio de risco em função do tamanho/liquidez, buscando rastreabilidade aos fatores que compuseram a avaliação do banco contratado.**

130. Além das justificativas e premissas utilizadas para o cálculo do Ke, o Anexo 1 da IT DFPP-003/2018 (peça 39) da Eletrobras apresenta a atualização dos demais parâmetros do Custo de Capital: Kd e WACC. Tais metodologias e valores são aqui detalhados apenas para possibilitar comparações com parâmetros regulatórios e de mercado, já que o método escolhido de avaliação, o fluxo de caixa do acionista (FCFE), não utiliza esses parâmetros.

131. O custo de capital de terceiros (Kd) é o retorno que os credores da dívida das empresas demandam ao realizar novos empréstimos a esta. Para estima-lo é utilizada a taxa livre de risco acrescida de prêmios associados aos riscos de empréstimos: risco de crédito e risco país (peça 39, p. 9). O Kd é calculado pela fórmula:

$$Kd = Rf + R_{País} + CDS + NIP$$

Equação 2: Custo De Capital de Terceiros (Kd)

onde Rf é a taxa livre de risco; Rpaís é o prêmio de risco país; CDS é o prêmio de risco pelo crédito; e NIP é o prêmio por uma nova emissão.

132. Já o WACC é calculado por:

$$WACC = ke \cdot \frac{E}{V} + Kd \cdot \frac{D}{V} (1 - t)$$

Equação 3: Taxa de Desconto (WACC)

onde Ke é o Custo de Capital Próprio; Kd é o Custo da Dívida; t é a alíquota de impostos; E é *equity* ou Patrimônio Líquido; D é o montante de dívida e V é o valor da empresa (D+E).

133. A estrutura de capital utilizada no cálculo do WACC foi a estrutura de capital alvo da Companhia, não a real. A Eletrobras justifica que os [REDACTED] de Capital de Terceiros é “totalmente aderente ao percentual financiável pelo BNDES, principal fonte de financiamento dos projetos do setor” (peça 39, p.10).

134. O BTG também utilizou a estrutura de capital de [REDACTED] embora não tenha justificado os valores.

135. De forma comparativa, a Aneel, em seu cálculo para definição das Receitas Anuais Permitidas (RAP) dos últimos leilões de transmissão (peça 40), se baseando na evolução da estrutura de capital das concessionárias de transmissão (Figura 2), chegou à proporção de 55,67% de Capital Próprio e 44,33% de Alavancagem.

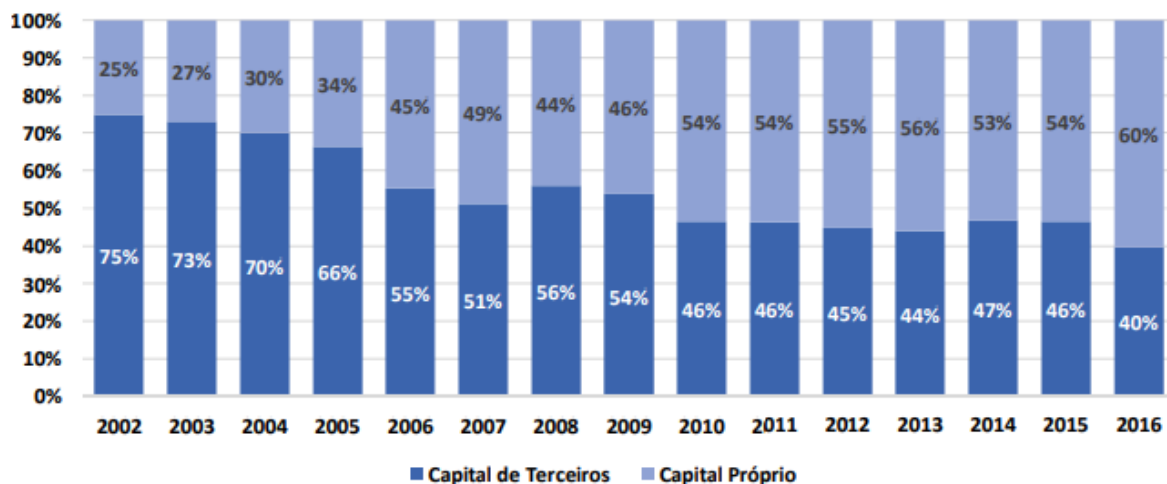


Figura 2: Evolução da Estrutura de Capital das Concessionárias de Transmissão de 2002 a 2016 (fonte: Peça 40 - Aneel NT 161/2017/sem-Aneel, p.5).

136. A Tabela 5 traz os resultados dos principais índices econômicos e parâmetros utilizados tanto pela avaliação interna quanto à externa, realizada pelo Banco BTG.

Tabela 5: Índices econômicos e parâmetros utilizados nos *valuations*.

	Avaliação Interna da Eletrobras		Avaliação BTG	
IPCA				
TJLP				
Selic				
Taxa Livre de Risco				
Prêmio de Mercado				
Risco País				
Prêmio de Tamanho (<i>Size Premium</i>)				
Beta Desalavancado				
Beta Realavancado (50/50)				
Estrutura de Capital				
Custo de Capital Próprio Real (K_e)				
Custo de Capital de Terceiros Real ¹				
WACC Real ¹				

Obs: 1- Apresentação dos valores apenas para comparação, já que não são utilizados no método de FCFE.

Fonte: peças 39 e 40.

137. De forma comparativa, segue, na Tabela 6, os valores de custo de capital utilizados nas avaliações da Eletrobras e pela Aneel no cálculo da taxa de remuneração dos investimentos das concessionárias de transmissão de energia elétrica.

Tabela 6: Comparação Custo de Capital na Transmissão Aneel X Eletrobras

	Aneel		Eletrobras	
Estrutura Ótima de Capital	Capital Próprio	55,67%	Capital Próprio	
	Capital de Terceiros	44,33%	Capital de Terceiros	
Custo de Capital Próprio (K_e)	Taxa Livre de Risco	4,04%	Taxa Livre de Risco	
	Prêmio de Risco	6,60%	Prêmio de Risco	
	Beta Médio Alavancado	0,4630	Beta Médio Alavancado	
	Risco País	3,87%	Risco País	
	Inflação Média EUA	2,03%	Inflação Média EUA	
	K_e Real	8,75%	K_e Real	
Custo de Capital de Terceiros (K_d)	K_d Real	7,95%	K_d Real	

WACC Real	WACC Real	6,27%	WACC Real	■
------------------	-----------	-------	-----------	---

Fonte: Nota Técnica Aneel 161/2018-SRM/Aneel, de 22/9/2017. ELB Valores para lucro real e para empreendimentos existentes

138. A título de exercício apenas, tomando-se o beta para o setor de energia eólica calculado pelo Ipea em 2011 (peça 43) e os demais valores utilizados pela Aneel, que independem do setor do negócio, faz-se uma análise do Ke utilizado pela Eletrobras (Tabela 7).

Tabela 7: Comparação Custo de Capital na Geração

	Estimativa para Geração com dados macroeconômicos da Aneel		Eletrobras	
Estrutura Ótima de Capital	Capital Próprio	50%	Capital Próprio	■
	Capital de Terceiros	50%	Capital de Terceiros	■
Custo de Capital Próprio (Ke)	Taxa Livre de Risco	4,04%	Taxa Livre de Risco	■
	Prêmio de Risco	6,60%	Prêmio de Risco	■
	Beta Médio Alavancado	1,03	Beta Médio Alavancado	■
	Risco País	3,87%	Risco País	■
	Inflação Média EUA	2,03%	Inflação Média EUA	■
	Ke Real	12,4%	Ke Real	■
Custo de Capital de Terceiros (Kd)	Kd Real	7,95%	Kd Real	■
WACC Real	WACC Real	10,18%	WACC Real	■

139. Importa destacar que tanto a Eletrobras quanto o BTG realizaram suas avaliações considerando que a maioria das empresas seriam tributadas no regime de lucro presumido. Dessa forma, as taxas de desconto obtidas são diferentes, uma vez que a alíquota de imposto a ser aplicada é reduzida de 34% (25% de IR mais 9% de CSLL), mais 9,25% de PIS/Cofins, para 20% (8% de IR e 12% CSLL) e 3,65% de PIS/Cofins. No caso da transmissão o Custo de Capital Próprio (Ke) da Eletrobras passa de ■ para ■ e para geração passa de v para ■, considerando-se o regime de lucro presumido.

140. Porém, o regime tributário pelo lucro presumido só é permitido para empresas cuja receita total no ano-calendário anterior tenha sido igual ou inferior a R\$ 78.000.000,00 ou a R\$ 6.500.000,00 multiplicado pelo número de meses em atividade no ano calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses; e que não estejam obrigadas à tributação pelo lucro real em função da atividade exercida ou da sua constituição societária ou natureza jurídica (peça 44, p. 3).

141. Ainda, também é considerado por ambas avaliações em algumas das SPEs o benefício Sudam/Sudene, que implica em desconto de 75% no IR nos anos iniciais dos projetos.

142. Ambas avaliadoras consideraram ■

143. A Aneel, ao calcular o custo de capital das empresas de transmissão informa que (peça 40, p. 4):

Apesar de reconhecer que aspectos legais podem resultar em tratamento diferenciado para as alíquotas de IRPJ e CSLL de acordo com especificidades das transmissoras, o que consequentemente pode resultar em carga tributária efetiva inferior, regulatoriamente busca-se um cenário base predominante. Esse é o caso da tributação com base no lucro presumido e dos incentivos fiscais SUDENE/SUDAM.

Para o primeiro caso, a ANEEL considera como referência a opção pela tributação baseada no lucro real com base no porte das empresas de transmissão, ainda que eventualmente outras opções se mostrem vantajosas para os concessionários. Para o segundo caso, a ANEEL considera que o fato de as expansões do sistema serem autorizadas por esta Agência retira da concessionária a liberdade para se comprometer com essa expansão a fim de usufruir dos incentivos fiscais decorrentes, razão pela qual utiliza a alíquota de IRPJ sem redução, ou seja: 25% sobre o lucro real.

Portanto, para fins do cálculo da remuneração do capital, a alíquota de imposto considerada é a de 34%, equivalente a 25% de IRPJ e 9% de CSLL.

144. Ante o exposto, a análise das metodologias e premissas adotadas para cálculo do Custo de Capital Próprio (Ke) por ambas as avaliadoras revelou que foram, de forma geral, empregadas metodologias usuais de mercado e que os parâmetros e premissas basearam-se em fontes oficiais e referenciais do setor financeiro.

145. No entanto, foi verificado a falta de rastreabilidade e embasamento de parte dos cálculos do Custo de

Capital Próprio do consultor financeiro, o banco BTG Pactual. Dessa forma, conforme já expostos nesta seção, **propõe-se determinação à Eletrobras para que exija junto ao BTG, as bases que fundamentam o cálculo dos parâmetros “Custo de Capital Próprio” e “prêmio de risco em função do tamanho/liquidez” adotados em suas avaliações, ante a ausência de motivação técnica transparente para os valores apresentados pelo banco, buscando rastreabilidade aos fatores que compuseram sua avaliação.**

146. Ademais, quanto ao parâmetro Beta, embora não haja um modelo exato ou melhor para definição do parâmetro, verificou-se a oportunidade de melhoria da metodologia empregada pela Eletrobras, **propondo recomendar à Estatal que envide esforços para estudar outras formas de estimar o Beta de geração.**

2.3 Avaliação dos demais parâmetros não determinativos de entrada do Fluxo de Caixa

147. Nas avaliações econômico-financeiras das SPEs, além da taxa de desconto que é utilizada para trazer o fluxo de caixa a valor presente, algumas premissas têm mais relevância no cálculo do Valor Presente Líquido (VPL).

148. Para as SPEs de geração de energia, os parâmetros mais importantes são:

- i. garantia física atualizada das usinas, que trará o balizamento da quantidade de energia gerada anualmente por determinada usina e, por conseguinte, a quantidade máxima que ela poderá comercializar (esse parâmetro é determinativo, pois já definido contratualmente junto ao Poder Concedente);
- ii. montante de energia já contratado no ambiente de contratação regulado (ACR), e no ambiente de contratação livre (ACL), bem como seus prazos e valores acordados (portanto parâmetros determinativos);
- iii. previsão dos custos operacionais (O&M) e financeiros; e
- iv. montante de energia sem contratos e a expectativa de preço a que essa energia será vendida.
- v. possíveis investimentos para aumento da vida útil dos empreendimentos dentro do horizonte da autorização concedida pela Aneel - *overhaul*;

149. Para as SPEs de transmissão de energia, os parâmetros mais relevantes são:

- i. O valor da Receita Anual Permitida (RAP) atualizada (parâmetro determinativo); e
- ii. A previsão dos custos operacionais (O&M) e financeiros.

150. Em relação aos custos operacionais, a Eletrobras utilizou os dados de previsão dos custos de O&M advindos do Plano de Negócios das Companhias, em vez da projeção dos custos incorridos, observados nas demonstrações financeiras, e o BTG usou os valores fornecidos pela Eletrobras e suas subsidiárias, embasados nos planos de negócios. Esse tópico será abordado detalhadamente na próxima seção.

151. No subtópico 2.3.2 será detalhada a metodologia e os valores utilizados para as projeções do preço da energia eólica no mercado livre no longo prazo.

152. E os demais parâmetros serão conferidos e explicados por amostragem, na seção 3.

153. Ademais, no caso da geração de energia eólica, como o prazo da autorização de exploração é de trinta e cinco anos e, no entanto, a vida útil média dos parques é de cerca de vinte anos, deve-se prever investimentos ao final dos vinte anos para que o parque possa continuar operando pelos próximos quinze anos da outorga. É o que se chama de *overhaul*: recondicionamento dos equipamentos, garantindo seu funcionamento seguro e eficiente pelo período de toda a concessão. Ocorre uma revisão geral dos equipamentos e estruturas, com abertura de equipamentos e troca de peças, ou até do próprio equipamento, pelo desgaste devido ao tempo, ou até mesmo pelo fim da vida útil dos mesmos.

154. A Nota Técnica DGE-005/2018 (peça 38, item não digitalizável ‘arquivos.zip’, arquivo ‘Anexo 2’), de 19/4/2018, apresenta as estimativas da Eletrobras de custos para a extensão de vida útil de aerogeradores (*overhaul*).

155. Para se estimar o custo desta extensão deve-se considerar o tipo de equipamento utilizado, as condições operativas, a qualidade da manutenção a que os equipamentos foram submetidos, a evolução tecnológica e as

condições contratuais, econômicas e financeiras de cada projeto.

156. A estratégia da empresa pode ser o recondicionamento das máquinas existentes, mantendo a configuração original; ou a repotenciação do parque, trocando os equipamentos por outros que produzam mais energia.

157. A Eletrobras concluiu por utilizar uma estratégia mais conservadora, considerando a troca completa de alguns equipamentos. Utilizando-se de referências internacionais, obtiveram o valor médio de [REDACTED] a [REDACTED], fora os custos de mão de obra e equipamentos auxiliares; e caso não se troquem as pás dos conjuntos de aerogeradores, os percentuais ficariam entre [REDACTED]% e [REDACTED]%.

158. Assim, de forma conservadora, não trocando as pás, a Eletrobras considera um investimento no 20º ano de [REDACTED]% do investimento inicial, valor médio do intervalo de [REDACTED]. Por outro lado, o BTG calculou o capex de *overhaul* para todas as SPEs de geração pelo valor de [REDACTED] de um investimento inicial de R\$ [REDACTED]. Questionado sobre a fundamentação desse valor, o BTG informou que (peça 74, p. 4-5):

Já a referência de R\$ [REDACTED] é o investimento médio que estimamos para um novo parque com base na experiência obtida na assessoria para estruturação de outros projetos eólicas participantes dos últimos leilões.

Ao analisar o investimento declarado dos parques que se sagraram vencedores nos últimos leilões A-4 2018 e A-6 2017 (resultados em anexo), nota-se uma grande ocorrência de parques com R\$ [REDACTED] de capex declarado. Com base nesse valor, onde o declarado tende a ser sempre mais conservador que o real, entende-se que o nível de R\$ [REDACTED] é adequado e mais conservador do ponto de vista de *valuation* para a Eletrobras. Vale mencionar que é prática do mercado ocorrerem negociações até a data do leilão (posterior a data de declaração do capex) onde o preço acaba sendo reduzido.

159. A Eletrobras considerou nas avaliações que o valor residual dos equipamentos (valor de itens ainda não depreciados) ao fim do período de autorização será utilizado para cobrir os gastos com o descomissionamento da planta. Dessa forma, não foram considerados nos fluxos de caixa os valores residuais dos equipamentos (peça 38, p. 13). O BTG não faz considerações quanto aos valores residuais das empresas ao final das autorizações/concessões, mas pelas planilhas de cálculo enviadas é considerado que, ao final da operação, todo o imobilizado estará depreciado.

160. Ambas as metodologias utilizadas para estimar o investimento de *overhaul* são razoáveis e partem de um valor de investimento inicial hígido, advindo do investimento inicial real de cada empreendimento ou estimado por uma média observada no mercado).

161. Os valores de Capex de *overhaul* para cada ativo de geração eólica apresentam resultados bastante próximos, conforme poderá ser observado na seção 3 para a amostra selecionada.

162. Ademais, importa ressaltar que o BTG informa que a referência de [REDACTED] utilizada foi “baseada no estudo conduzido pela área técnica da Eletrobras” (peça 74, p. 4). Tal prerrogativa será abordada na seção 5, que trata da independência das avaliações.

2.3.1. Projeção dos custos de O&M

163. O principal custo ao qual as SPEs estão sujeitas são os de operação e manutenção (O&M) das instalações e equipamentos. Além desses, restam os custos financeiros de financiamentos, as despesas administrativas e eventuais custos não previstos.

164. Nas avaliações realizadas foram utilizados dois critérios diferentes para as projeções das despesas operacionais. Para as SPEs de transmissão, as duas avaliadoras partiram dos valores apresentados nas Demonstrações Financeiras anteriores das empresas e para as SPEs de geração optou-se por utilizar os valores previstos nos Planos de Negócios das empresas.

165. A Tabela 8 traz os dados dos custos projetados de O&M das SPEs de geração para 2018. Primeiramente foram comparados os custos de O&M projetado para 2018, primeiro ano da projeção, por meio das Demonstrações Financeiras (DF) do último ano disponível com a previsão do Plano de Negócios (PN) para a rubrica em 2018; em seguida, comparou-se a previsão do Plano de Negócios para o ano de 2018 com a previsão desta mesma rubrica pelo BTG no mesmo ano.

Tabela 8: Custos projetados de O&M das SPEs de geração para 2018.

Fonte: elaboração própria a partir dos dados enviados pela Eletrobras e BTG.

166. Como pode-se observar pela coluna 4 (diferença entre os custos usando as DFs e usando o PN), a diferença chega a mais de 100% em algumas empresas. Significa que o Plano de Negócios traz estimativas de custo de O&M bastante inferiores aos custos efetivamente incorridos nas SPEs. Em outros casos, o PN traz estimativas bastante superiores (até 60% maior) quando comparadas a projeção pelas DFs.

167. Por meio do Ofício 167/2018-TCU/SeinfraElétrica, de 13/6/2018, foi solicitado à Eletrobras os motivos dessa divergência entre os valores dos Planos de Negócios e das Demonstrações Financeiras. Ainda, solicitou-se também a justificativa de adoção, de maneira linear, dos valores dos PNs para as SPEs de geração, em detrimento dos valores das DFs; e a utilização dos valores das DFs para as empresas de transmissão.

168. Em resposta, a Eletrobras justificou a razão de utilização de dois critérios distintos para as projeções (peça 73, p. 9-10):

Inicialmente, destaca-se que os contratos de O&M das SPE de geração eólica são não lineares, ou seja, eles apresentam uma curva crescente de custos ao longo do tempo - conforme o tempo operacional do parque eólico e a necessidade de parada programada dos aerogeradores para manutenção -, a qual é refletida nos Planos de Negócios das SPE, sendo o uso de tais informações mais aderente à realidade futura das SPE.

Já as Demonstrações Financeiras apresentam apenas o resultado do ano e podem contemplar eventos extraordinários que não devem ser considerados nos custos e despesas operacionais a serem projetados, tais como a necessidade de energia de compra de energia para honrar os contratos de energia regulados e os custos de liquidação no mercado de curto prazo. Assim, não é correto utilizar os valores realizados das Demonstrações Financeiras e apenas inflacioná-los para projetar o custo do O&M para o período da análise (prazo remanescente da outorga), pois se estaria incorrendo em um erro.

(...)

A adoção da premissa de se considerar os valores de O&M constantes das Demonstrações Financeiras das SPE de transmissão, justifica-se pelo fato de a atividade de transmissão de energia elétrica ser altamente regulada pela ANEEL e o índice de indisponibilidade dessas instalações ser baixo. Além disso, historicamente o custo de Operação e Manutenção das linhas de transmissão não tem tendência de sofrer grandes variações. Dessa forma, como as SPE analisadas já são performadas, entende-se que as demonstrações financeiras refletem corretamente a projeção de gastos futuros para essa rubrica.

169. Em relação às divergências apontadas na Tabela 8, a Eletrobras destacou que (peça 73, p. 10):

(...) existe uma dificuldade em separar o custo de O&M das demais despesas olhando as demonstrações financeiras. Dessa forma, para não incorrer em possíveis distorções causadas apenas pela separação de rubricas das despesas, enviaram nova tabela considerando “os custos e despesas totais, para o ano de 2018, projetados pelo Plano de Negócios ou pelas Demonstrações Financeiras (peça 73, p. 10).

Tabela 9: Custos e despesas operacionais projetados para as SPEs de geração em 2018 (mm/ano).

Fonte: peça 73, p. 10.

170. Ainda, a Eletrobras encaminhou justificativas dos valores mais discrepantes:

- Para as SPE Hermenegildo I, II e III e Chuí IX, verificou-se que o Plano de Negócios tem um degrau (aumento) em novembro de 2017. Dessa forma, o custo realizado em 2017 captura apenas 1 mês do custo atual do contrato, por isso para 2018 o custo projetado pelo PN é maior do que o custo projetado pelas DF;
- Para a SPE Santa Vitória do Palmar Holding, os valores das Demonstrações Financeiras estão considerando as despesas com a compra de energia e de liquidação da energia, da ordem de R\$ [REDACTED], porém, tais contas não devem ser consideradas para a projeção, pois são despesas pontuais. Excluindo esses dois itens da projeção, os valores ficam muito próximos entre DF e PN;
- Na SPE Chuí Holding, foi verificado salto significativo no valor dos serviços de terceiros, em 2017, incluídos nos custos de operação, excluindo esse aumento pontual, os valores entre PN e DF ficam próximos; e
- Para as SPE Baraúnas I e II, Pedra Branca, Sete Gameleiras e São Pedro do Lago, destacamos que os Planos de Negócios utilizados nos *valuations* foram aprovados pela administração das respectivas SPE, estando os

referidos planos vigentes e servindo como meta para a administração das SPE.

171. Após conferência das informações apresentadas nas demonstrações financeiras e planos de negócio, entendeu-se que o critério adotado pela Eletrobras é o que melhor reflete as despesas futuras das SPEs, já que os valores constantes das demonstrações poderiam estar contaminados por despesas eventuais, tais como a compra de energia por insuficiência de geração e eventuais custos não previsíveis, que não devem ser contabilizadas nas avaliações de fluxo de caixa futuro.

172. Já o BTG utilizou, para as SPEs de geração, projeções a partir dos custos de O&M (e outras despesas operacionais) repassadas pelas subsidiárias da Eletrobras (Chesf, Furnas, Eletrosul ou Eletronorte). As diferenças entre os valores utilizados pela Eletrobras e pelo BTG (coluna 7), embora sejam consideráveis em alguns casos, se aproximam mais do que se alguma das empresas tivesse utilizado no *valuation* projeção pelas DFs das SPEs de geração. No entanto, foi solicitado que o BTG justificasse a diferença dos valores utilizados para os dos Plano de Negócios.

173. O BTG informou que (peça 73, p. 11-12) para as SPEs Baraúnas I, Banda de Couro, Mussambê e Serra das Vacas, os valores considerados no modelo estão em linha com as informações disponibilizadas pela Chesf, conforme indicado nos anexos enviados (peça 55). Tal informação só reforça o descompasso entre as demonstrações financeiras dessas empresas e as projeções dos planos de negócio.

174. Para as SPEs Brasventos_RDV1 e Brasventos Miassaba 3, os valores indicados na tabela não consideram a linha 'Ajuste de despesas não recorrentes', que se refere a custos de O&M adicionais no ano de 2018. Considerando os R\$ [REDACTED] milhões e R\$ [REDACTED] milhões, respectivamente, referente a esses ajustes, as variações ficam inferior a 5%.

175. Realmente, para o ano de 2018, existe o ajuste informado pelo BTG. De 2019 em diante, no entanto, não existe tal rubrica de ajuste. A diferença entre o previsto no PN (utilizado pela Eletrobras) e os valores utilizados pelo BTG são, na média, de [REDACTED]% para Miassaba 3 e [REDACTED]% para Barraventos_RDV1.

176. Ainda, foi questionado ao BTG a razão de não haver previsão quanto aos custos de O&M da SPE Mangue Seco 2.

177. O BTG informou que "a projeção das despesas do ativo Mangue Seco foi realizada com base nas Demonstrações Financeiras, onde os custos do ativo são exibidos com abertura de duas linhas, estando dessa forma, o custo de O&M aglutinado nessas rubricas".

178. Realmente, o custo relativo à operação e manutenção do parque está inserido na rubrica 'custos da energia comercializada', retirada da DF de 2017, no valor de R\$ [REDACTED] mil. Ressalta-se que a Eletrobras também utilizou as informações das DFs, porém com as rubricas de despesas separadas (O&M; despesas com ONS, CCEE e TFSEE e Uso do Sistema de Transmissão). Comparando as projeções das duas avaliadoras, as despesas operacionais anuais tiveram, em média, uma divergência pequena (menos de [REDACTED]%).

179. Das análises empreendidas e respostas enviadas pela Eletrobras e pelo BTG, conclui-se que o critério adotado para projeção das despesas operacionais é o que melhor reflete os custos futuros das SPEs, por não ter claro pelas demonstrações financeiras quais as despesas são de caráter eventual e quais são recorrentes e previsíveis.

180. As despesas efetivamente realizadas em anos anteriores para a maioria das SPEs são consideravelmente superiores às projeções, chegando a diferenças de até [REDACTED]% a depender da metodologia de projeção, por projeções das demonstrações financeiras ou por projeções dos planos de negócios. Essa eventual discrepância pode significar o insucesso de alguns lotes, se os proponentes se utilizarem das DFs para estimar o valor desses ativos.

181. Assim, considera-se **oportuno recomendar à Eletrobras que verifique as razões dos custos operacionais efetivos das SPEs de geração serem, em sua maioria, superiores aos valores esperados, constantes dos Planos de Negócio das Empresas.**

182. Por fim, percebe-se que houve bastante troca de informação entre Eletrobras e BTG, tanto de documentos formais, tais como Contratos de Concessão, Contratos de O&M, Portarias e Demonstrações Contábeis, como de informações disponíveis nos Planos de Negócios, tendo sido utilizados muitos dados comuns em ambas avaliações, motivo pelo qual a diferença entre elas restou bastante reduzida. Esse assunto,

referente à independência das avaliações, será aprofundado na seção 5.

2.3.2. Valor do preço da energia de longo prazo

183. Importante premissa para a avaliação das SPEs de geração é a estimativa de preço da energia para os anos nos quais as usinas ainda estarão em operação, mas ainda não têm contratos firmados. Esse valor servirá para estimar as receitas que a geradora auferirá com a venda de sua energia no mercado livre de energia (contratos negociados livremente).

184. A Eletrobras fez a seguinte estimativa para o preço da energia eólica, classificada como energia incentivada, no ambiente de contratação livre (ACL), e do preço da energia convencional no mercado de curto prazo (Tabela 10). Os valores estão referenciados à semana de [REDACTED].

Tabela 10: Projeção da Eletrobras para o preço da energia de 2018 a 2050.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 a 2050
Preço Venda ACL (R\$/MWh)	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
Preço Curto Prazo (R\$/MWh)	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]

Fonte: peça 38, item não digitalizável 'anexos.zip', arquivo 'Anexo 4', p. 3

185. Da documentação enviada para análise, vislumbra-se dois problemas relativos à projeção do preço da energia: i) não foi enviado o racional por trás da metodologia de projeção; ii) o BTG utilizou-se das previsões da Eletrobras para realizar suas avaliações, o que prejudica a independência das duas avaliações.

186. Foi questionado à Eletrobras como foram calculados os valores de projeção da energia. A Estatal informou que a projeção foi realizada por empresa terceirizada, contratada para tal, a Dcide. Nesse sentido, encaminhou o relatório da Dcide que embasou a escolha da Eletrobras, junto com a descrição da metodologia, (peça 46), bem como a Nota Descritiva que explica a razão de tal contratação (peça 47), da qual se destaca (p. 4):

(...) com o objetivo de promover uma posição neutra para a avaliação dos desinvestimentos em questão, buscou-se utilizar a referência da curva *forward* da Dcide.

A Dcide desenvolve atividade de prestação de serviços de captura, processamento, tratamento estatístico e armazenamento de informações de preços a futuro no mercado livre brasileiro de energia elétrica. A empresa captura semanalmente, entre os agentes participantes, uma expectativa de curva *forward* de preço de energia no mercado livre para fonte convencional e incentivada em um horizonte de até cinco anos.

Em termos de mercado livre, a Dcide tem sido utilizada como parâmetro de referência de preços entre os principais agentes de comercialização de energia, pois engloba uma visão coletiva dos preços praticados, semelhante a uma marcação a mercado.

187. O relatório da Dcide, com dados para a semana operativa de [REDACTED], considera o preço da energia convencional no submercado Sudeste para o PLD e ainda uma estimativa de adicional (*spread*) para a venda de energia incentivada (eólica) no mercado livre.

188. Importante ressaltar que nem todas as SPEs de geração que irão a leilão estão no submercado Sudeste, muitas estão localizadas no nordeste ou no sul, no entanto, foi utilizado o mesmo valor de energia para todas elas.

189. A Eletrobras informou que, para o ano de 2018, foram considerados os valores apresentados para os meses de abril a dezembro de 2018, publicados na semana operativa do Relatório ([REDACTED]) pela Dcide, por meio de média ponderada pelo número de dias de cada mês. A informação confere com os cálculos realizados a partir do relatório da Dcide (peça 46).

190. Para os anos 2019, 2020, 2021 e 2022, foram utilizadas as projeções da Dcide, tal qual a tabela a seguir, retirada do referido relatório:

Ano	PLD (R\$/MWh)	Adicional de Energia Incentivada 50% (R\$/MWh)	Preço incentivada no MCL
2019	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
2020	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
2021	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
2022+	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]

Tabela 11: Projeções para o preço da energia no longo prazo (fonte: elaboração própria a partir da peça 46).

191. Para os anos de 2023 em diante, a Eletrobras informou (peça 47, p. 5) que:

Para o período de 2023 a 2050 foi mantido constante o último preço publicado (R\$ [REDACTED]) para a energia convencional até o fim do horizonte estudado. Por outro lado, para precificação da energia incentivada 50%, foi considerado o spread médio de longo prazo observado nos últimos 60 meses. Para obtenção deste valor foi apurada a média semanal do spread entre a energia convencional e a energia incentivada 50%, ambas no horizonte de longo prazo (energia para os próximos 4 anos, já desconsiderando o ano corrente). Este cálculo resultou em um spread médio de longo prazo de R\$ [REDACTED] (média simples da diferença entre os preços). Cabe observar que todos os dados utilizados neste cálculo foram extraídos da plataforma Dcide.

192. A Eletrobras adotou, portanto, critério diferente para o *spread* de energia incentivada 50% do ano 2023 em diante. Em vez de usar o valor indicado pela contratada Dcide (R\$ [REDACTED]/MWh), como nos anos de 2018 a 2022, optou por calcular a média dos últimos cinco anos (2013-2017), que resultou em um *spread* de R\$ [REDACTED]/MWh. Tal premissa implica em uma redução do valor da energia no longo prazo, o que implica em redução dos valores das SPEs de geração.

193. No entanto, por se tratar de uma estimativa para valor futuro de energia, é difícil a determinação se a mesma é mais acertada do que a utilização do *spread* estimado pela Dcide. Optou-se, por esse motivo, em não realizar proposta de alteração dos valores.

194. Foi observado que o BTG utilizou valores de projeção do preço da energia para os próximos trinta anos repassados pela Eletrobras, provenientes do relatório da Dcide. Tal fato foi confirmado por e-mail enviado pela Eletrobras no dia 8/6/2018 (peça 48, p. 1), no qual a Estatal afirma que:

Sobre o item 3, Metodologia de Cálculo do Valor da Energia utilizado pelo BTG, informamos que o BTG optou por utilizar a mesma metodologia da Eletrobras, uma vez que o relatório utilizou informações de um agente externo, a Dcide.

195. O fato de as projeções terem sido realizadas por agente externo não justifica a utilização da mesma informação, fruto de especulações e projeções, em parâmetro tão relevante da avaliação.

196. Assim, entende-se que a troca de informações entre as avaliadoras pode ter prejudicado a independência entre as avaliações no que tange às SPEs de geração, já que a projeção dos valores de energia tem significativo impacto nos valores finais dos *valuations*. **Dessa forma, propõe-se determinar à Eletrobras que demande ao seu consultor financeiro alteração das avaliações econômico-financeiras das SPEs de geração utilizando previsão própria de preço de energia de longo prazo, seja ela realizada pelo próprio consultor ou empresa contratada por este, desde que essa não seja a mesma contratada pela Eletrobras para o mesmo fim, dada a necessidade de independência das avaliações quanto a parâmetros que não são determinísticos.**

2.4. Comparação com múltiplos de mercado

197. A análise de múltiplos para as SPEs de geração foi feita considerando o múltiplo *Equity Value* (EV) sobre a capacidade instalada, em MW (EV/MW).

198. A figura a seguir apresenta os resultados da Eletrobras em comparação aos clusters de mercado utilizados.



Figura 3: Comparação dos resultados da Eletrobras com as transações de mercado EV/MW.

199. De forma geral, é possível verificar que as avaliações estão dentro da margem estabelecida. No entanto, os valores da Eletrobras estão ligeiramente menores do que as avaliações de mercado, estando a maioria abaixo da mediana das transações de mercado.

200. O BTG fez a mesma avaliação de EV/MW e também a de EV/Ebitda. No entanto, ele apresenta que: “avaliação por múltiplos não é aplicável uma vez que existem diferenças relevantes no perfil do EBITDA dos ativos considerados como transações precedentes” (peça 38, item não digitalizável ‘anexos.zip’, arquivo ‘Einstein_Rel. Val. - Eletrosul - Final (Lelão)’, p. 11).

201. A análise de múltiplos para as SPEs de transmissão foi feita considerando dois múltiplos diferentes: EV/Ebitda e EV/RAP. As figuras a seguir apresentam os resultados da Eletrobras.



Figura 4: Comparação dos resultados da Eletrobras com as transações de mercado EV/Ebitda.

Figura 5: Comparação dos resultados da Eletrobras com as transações de mercado EV/RAP.

202. De forma geral, é possível verificar que as avaliações estão dentro da margem estabelecida pelo mercado. No entanto, os valores da Eletrobras estão ligeiramente menores do que as avaliações de mercado, estando a maioria abaixo da mediana das transações de mercado.

203. Entende-se razoável que o valor encontrado nas avaliações de múltiplos de transações precedentes possa também balizar o preço mínimo, sobretudo nos casos de discrepâncias consideráveis entre a avaliação interna e a externa pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, que também possui suas imprecisões e subjetividades.

204. Dessa forma, replica-se trecho da instrução precedente nesse sentido (peça 28, p. 34):

O método dos múltiplos pode ser importante indicador como complemento ao método do Fluxo de Caixa Descontado, desde que se encontrem empresas relativamente comparáveis e as escolhas das transações comparáveis sejam feitas de forma aleatória ou sem seleção intencional, evitando-se assim eventuais vieses decorrentes da exclusão de uma ou outra transação. Assim, entende-se importante que a Companhia sopesse os resultados advindos das avaliações pelo método do FCD com as obtidas por meio do método dos múltiplos, avaliando, caso a caso, como poderia utilizar esse último método em sua estimativa de preço mínimo.

205. Assim, ante o exposto ratifica-se **a proposta de recomendação incluída na instrução anterior no sentido de que a Eletrobras, nos processos de desinvestimentos, considere, na estipulação do preço mínimo, as avaliações efetuadas pelo método dos múltiplos**. Cabe assinalar que esse entendimento é consentâneo com a literatura sobre avaliação de ativos, que pondera que a avaliação relativa (por múltiplos), também se mostra como método razoável de avaliação quando se dispõe de ativos semelhantes (Damodaran, 2011. *Valuation*).

3. ANÁLISE AMOSTRAL INDIVIDUALIZADA DAS EMPRESAS

3.1 Santa Vitória do Palmar Holding

206. O Complexo Santa Vitória do Palmar Holding S.A. é formado por dez parques eólicos, 129 aerogeradores, a saber: Verace I a X. O Complexo iniciou a operação em dezembro de 2014 e sua autorização para se estabelecer como Produtor Independente de Energia (PIE) data de 2012 e se encerra em 2047 (35 anos). A Potência Instalada dos parques somada é de 258 MW e a garantia física é de 109,5 MW médios.

207. Atualmente a SPE tem como acionistas a Eletrobras, com 78%, e a Brave Winds Geradora III S.A., com 22% das ações.

208. A SPE não possui contratos no Ambiente de Contratação Regulado (ACR), apenas contratos no Ambiente de Contratação Livre (ACL), quatro no total.

209. Isso se deve ao fato de a Companhia ter aderido junto à Câmara Comercializadora de Energia Elétrica (CCEE) ao Mecanismo de Compensação de Sobras e Déficits (MCSO) para redução total dos montantes de energia elétrica nos contratos firmados no ACR e posterior recontração no mercado livre (ACL). O objetivo da Empresa foi reduzir o risco de geração devido à sazonalidade dos ventos, bem como negociar a energia no mercado livre a preços superiores aos que haviam sido negociados no ACR (Demonstrações Contábeis 2017, p.14)

210. A Tabela a seguir traz comparação das principais premissas e resultados de cada avaliadora.

Tabela 12: Principais dados e resultados do *valuation* de Santa Vitória do Palmar Holding.

	Eletrobras	BTG
VPL da empresa		
Preço mínimo pela participação (78,0 %)		
Book Value		
Capital Social (% da Eletrobras)		
Prêmio de Controle		
Custo de Capital (Ke)		

Fator de capacidade médio					
Taxa Média de Depreciação					
O&M					
Overhaul					
Regime Tributário					

211. Ambas avaliações utilizaram as demonstrações financeiras de dezembro de 2017 como ponto de partida. Ressalta-se que em 29/12/2017, as acionistas da Companhia integralizaram as ações detidas no capital social da Chuí Holding S.A., pelo valor de [REDACTED], conforme de avaliação contábil. A partir desse momento, a Chuí Holding S.A. e suas controladas passaram a ser controladas pela Companhia.

212. As duas avaliadoras consideraram a garantia física como expectativa de geração de longo prazo, com a subtração de perdas de rede básica de 2,5%

213. Para a previsão do *overhaul*, a Eletrobras considera um investimento no 20º ano de [REDACTED]% do “investimento inicial”, calculado pela [REDACTED].

214. Foi constatado que o que a Eletrobras considerou como investimento inicial era, na verdade, o [REDACTED]. Questionada a esse respeito, a Eletrobras respondeu (peça 74, p. 4) que revisou todas as avaliações dos ativos de geração eólica e irão “corrigir o imobilizado para o cálculo do *overhaul* das seguintes SPEs: Chuí Holding; Santa Vitória do Palmar; e Vam Cruz I”. As demais SPEs, de acordo com a Eletrobras, já estavam considerando corretamente o imobilizado bruto tendo como referência a data de entrada em operação (peça 74, p. 4).

215. Propõe-se determinar à Eletrobras que revise todas as avaliações de ativos de geração eólica de forma a corrigir falhas quanto ao investimento bruto utilizado no cálculo do *overhaul*, em especial das empresas Chuí Holding S.A., Santa Vitória do Palmar Holding S.A.; e Vam Cruz I Participações S.A.

216. O BTG calculou o capex de *overhaul* para todas as SPEs de geração pelo valor de [REDACTED] de um investimento inicial de R\$ [REDACTED] mil por MW instalado. Para o cálculo do custo de O&M pelas DFs, a Eletrobras utilizou as informações (custos operacionais e despesas administrativas) das demonstrações de 2016. No entanto, a Eletrobras optou por utilizar as projeções do Planos de Negócios da empresa.

217. Importa relatar que essa opção pela Eletrobras implica em um VPL [REDACTED] menor do que no cenário de utilização dos custos de O&M provenientes das DFs (VPL seria de R\$ [REDACTED] mil).

218. O BTG projetou as despesas operacionais com base nos valores repassados pela Eletrobras e suas subsidiárias. As despesas administrativas consideradas são iguais a R\$ [REDACTED] mil/ano, as despesas ambientais a R\$ [REDACTED] mil/ano, o seguro operacional a R\$ [REDACTED] mil/ano e o arrendamento da área dos parques é de [REDACTED] da receita líquida. Os valores das demais despesas operacionais, tais como Operação e Manutenção do parque e das linhas de transmissão, Tarifa do Uso do Sistema de Transmissão (TUST), Tarifa de Fiscalização dos Serviços de Energia Elétrica (TFSEE) taxas da CCEE e do ONS foram calculados a partir dos valores passados pela Eletrobras, advindo dos planos de negócios (peça 50, p. 13).

219. Ambas avaliadoras consideraram a venda no mercado de curto prazo (MCP) a preços de PLD para as sobras de garantia física não contratada.



Figura 6: Geração anual da SPE Santa Vitória do Palmar Holding.

220. Os contratos vigentes da SPE são:

Tabela 13: Contratos vigentes da SPE Santa Vitória do Palmar Holding.

Contrato	Início	Final	Potência Contratada (MW médios)	Preço Contratual Ano 01 (R\$/MWh)
ACL 2 - Verace II - ENGIE	01/01/18	31/12/31	[REDACTED]	[REDACTED]
ACL 3 - VERACE III - CPFL 1	01/01/18	31/12/31	[REDACTED]	[REDACTED]
ACL 4 - VERACE IV - CPFL 2a	01/01/18	31/12/20	[REDACTED]	[REDACTED]
ACL 5 - VERACE V - CPFL 2b	01/01/21	31/12/31	[REDACTED]	[REDACTED]
Mercado Livre após fim dos	01/01/32	22/02/47	[REDACTED]	[REDACTED]

contratos (e sobras)				
----------------------	--	--	--	--

221. Cabe apontar que simulando o *valuation* do BTG com o mesmo Ke da Eletrobras (■%), o VPL da SPE seria de R\$ ■ milhões, valor praticamente igual (menos que 2,7% de diferença) ao calculado pela Eletrobras (R\$ ■ milhões). Dessa forma, fica evidente a similaridade das avaliações.

222. Foi considerado em ambas avaliações um financiamento com o BNDES com custo de ■ a.a., amortização ■ e saldo devedor em dezembro de 2017 de R\$ ■ milhões. Ainda, foi considerado também a emissão de debêntures a custo de ■ a.a.

223. Importa ressaltar que ainda que a venda seja realizada pelo preço mínimo estabelecido, isto é, sem ágio, a Eletrobras registrará um lucro contábil com a alienação, já que o valor contábil (*book value*) da SPE é menor do que o preço mínimo.

3.2 Chuí Holding S.A.

224. O Complexo Chuí Holding S.A. é formado por seis parques eólicos, 72 aerogeradores, a saber: Chuí I, Chuí II, Chuí IV, Chuí V, Minuano I e Minuano II. O Complexo iniciou a operação em junho de 2015 e sua autorização para se estabelecer como Produtor Independente de Energia (PIE) data 2012 e se encerra em 2047 (35 anos). A Potência Instalada dos parques somada é de 144 MW e a garantia física é de 59,6 MWmédio.

225. Atualmente a SPE tem como acionistas a Eletrobras, com 78% e a Brave Winds Geradora III S.A., com 22% das ações.

226. A SPE não possui contratos no Ambiente de Contratação Regulado (ACR), apenas contratos no Ambiente de Contratação Livre (ACL): um com a empresa Engie e três com a empresa CPFL.

227. Isso se deve ao fato de a Companhia ter aderido junto à Câmara Comercializadora de Energia Elétrica (CCEE) ao Mecanismo de Compensação de Sobras e Déficits (MCSD) para redução total dos montantes de energia elétrica nos contratos firmados no ACR e posterior recontração no mercado livre (ACL). O objetivo da Empresa foi reduzir o risco de geração devido à sazonalidade dos ventos, bem como negociar a energia no mercado livre a preços superiores aos que haviam sido negociados no ACR (Peça 49, p. 12)

228. A Tabela a seguir traz comparação das principais premissas e resultados de cada avaliadora.

Tabela 14: Principais dados e resultados do *valuation* da SPE Chuí Holding.

	Eletrobras	BTG
VPL da empresa	■	■
Preço mínimo pela participação (78,0 %)	■	■
<i>Book Value</i>		■
Capital Social (% da Eletrobras)		■
Prêmio de Controle	■	■
Ke	■	■
Fator de capacidade	■	■
Taxa Média de Depreciação	■	■
O&M	■	■
<i>Overhaul</i>	■	■
Regime Tributário	■	■

229. Ambas avaliações utilizaram as demonstrações financeiras de dezembro de 2017 como ponto de partida. Foi realizada a conferência de cada rubrica utilizada pelas avaliadoras, constatando a regularidade de ambas as avaliações com as demonstrações da Companhia.

230. As duas avaliadoras consideraram a garantia física como expectativa de geração de longo prazo, com a subtração de perdas de rede básica de 2,5%

231. Para a previsão do *overhaul* (revisão geral com abertura do equipamento e troca de peças), a Eletrobras considera um investimento no 20º ano de ■ do “investimento inicial”, calculado pela ■.

232. Conforme relatado para a SPE Santa Vitória do Palmar, a Eletrobras irá refazer o cálculo do *overhaul* com os valores de imobilizado bruto do ano de entrada em operação do parque.

233. O BTG calculou o Capex de *overhaul* para todas as SPEs de geração pelo valor de [REDACTED] de um investimento inicial de R\$ [REDACTED] por MW instalado.

234. Para o cálculo do custo de O&M pelas DFs, a Eletrobras utilizou a média das rubricas consideradas (custos operacionais e despesas administrativas) das demonstrações de 2016 e 2017. No entanto, a Eletrobras optou por utilizar as projeções do Planos de Negócios da empresa.

235. Importa relatar que essa opção pela Eletrobras implica em um VPL [REDACTED]% menor do que no cenário de utilização dos custos de O&M provenientes das DFs.

236. O BTG projetou as despesas operacionais baseado nas informações disponibilizadas pela Eletrobras e suas subsidiárias. O valor das despesas administrativas utilizado foi igual a R\$ [REDACTED] mil/ano (ajustado pelo IPCA), das despesas ambientais foi R\$ [REDACTED] mil/ano, o seguro operacional de R\$ [REDACTED] mil/ano, o arrendamento da área dos parques de [REDACTED] da receita líquida e Tarifa do Uso do Sistema de Transmissão (TUST) no valor de R\$ [REDACTED]/kW mês/ano, com desconto de 50%. Os valores das demais despesas operacionais, tais como Operação e Manutenção do parque e das linhas de transmissão e foram calculados a partir dos valores anuais passados pela Eletrobras, advindos do Plano de Negócios (peça 50, p. 13).

237. Ambas avaliadoras consideraram a venda no mercado de curto prazo (MCP) a preços de PLD para as sobras de garantia física não contratada.

[REDACTED]

Figura 7: Geração anual da SPE Chuí Holding.

238. Os contratos vigentes da SPE são:

Tabela 15: Contratos vigentes da SPE Chuí.

Contrato	Início	Final	Potência Contratada (MW médios)	Preço Contratual
ACL 1 - Chuí Holding S.A. - ENGIE	01/01/18	31/12/31	[REDACTED]	[REDACTED]
ACL 2 - Chuí Holding	01/01/18	31/12/31	[REDACTED]	[REDACTED]
ACL 3 - Chuí Holding S.A.	01/01/18	31/12/20	[REDACTED]	[REDACTED]
ACL 4 - Chuí Holding S.A. -	01/01/21	31/12/31	[REDACTED]	[REDACTED]
Projetado e Sobras de garantia física.	01/01/18	01/01/31	[REDACTED]	[REDACTED]
	01/01/32	31/04/47	[REDACTED]	[REDACTED]

239. Foi considerado em ambas avaliações um financiamento com o BNDES com custo de [REDACTED] a.a., amortização SAC e saldo devedor em dezembro de 2017 de R\$ [REDACTED] milhões.

240. Quanto ao *valuation* da SPE Chuí Holding, existe uma contingência Ativa no valor de R\$ [REDACTED] milhões referentes a uma disputa judicial com a Wind Power por descumprimento contratual. Estes valores não foram considerados no fluxo e, caso a empresa tenha êxito no pleito, os valores deverão ser repassados à Eletrobras, conforme consta no relatório final da SPE (peça 38, item não digitalizável ‘anexos.zip’, arquivo ‘Apêndice 9 – Chuí Holding S.A.’, p. 8), bem como no item 3.9 da minuta de edital (peça 56, p. 17).

241. Cabe apontar que simulando o *valuation* do BTG com o mesmo Ke da Eletrobras ([REDACTED]), o VPL da SPE seria de R\$ [REDACTED] milhões, valor praticamente igual (menos que 2% de diferença) ao calculado pela Eletrobras (R\$ [REDACTED] milhões). Dessa forma, fica evidente a similaridade das avaliações.

242. Importa ressaltar que se a venda for realizada pelo preço mínimo estabelecido, sem ágio, a Eletrobras registrará um prejuízo contábil com a alienação, já que o valor contábil (*book value*) da SPE é maior do que o preço mínimo. Além disso, a participação da Eletrobras no capital social da empresa é equivalente ao montante investido pela Holding ao longo do tempo. Dessa forma, considerando que não foi identificada a distribuição de dividendos até o presente momento, conforme se extrai das demonstrações financeiras da empresa (peças 49), e o montante investido (R\$ [REDACTED] milhões) é superior ao preço mínimo estabelecido, de fato a empresa poderá ter prejuízo com essa SPE, dependendo do apetite do mercado para aquisição desse tipo de ativo como forma de reversão desse quadro.

3.3 Chapada do Piauí I Holding S.A.

243. O Complexo Chapada do Piauí I Holding S.A. é formado por sete parques eólicos, 115 aerogeradores, a

saber: (i) Ventos de Santa Joana IX Energias Renováveis S.A., (ii) Ventos de Santa Joana X Energias Renováveis S.A., (iii) Ventos de Santa Joana XI Energias Renováveis S.A., (iv) Ventos de Santa Joana XII Energias Renováveis S.A., (v) Ventos de Santa Joana XIII Energias Renováveis S.A., (vi) Ventos de Santa Joana XV Energias Renováveis S.A., e (vii) Ventos de Santa Joana XVI Energias Renováveis S.A.

244. O Complexo iniciou a operação em julho de 2015 e sua autorização para se estabelecer como Produtor Independente de Energia (PIE) data de março de 2014 e se encerra em março de 2049 (35 anos). A Potência Instalada dos parques somada é de 205,1 MW e a garantia física é de 114,3 MWmédio.

245. Atualmente a SPE tem como acionistas a Eletrobras (Chesf), com 49%, a Contour Global do Brasil, com 36%, e a Casa dos Ventos, com 15% do Capital Social.

246. A SPE foi vencedora no 5º Leilão de Energia de Reserva (LER), ocorrido 23/08/2013, e possui contratos no Ambiente de Contratação Regulado do Tipo Contrato de Energia de Reserva (CER) no montante de 99,99 MWmédio, com preço acordado de R\$ [REDACTED]/MWh. Ambas avaliações consideram que a receita da Empresa será através desse contrato por vinte anos (até agosto de 2035) e a partir de então pela venda do total da garantia física a preços do mercado livre.

247. A Tabela a seguir traz comparação das principais premissas e resultados de cada avaliadora.

Tabela 16: Principais dados e resultados do *valuation* de Chapada do Piauí I Holding.

	Eletrobras	BTG
VPL da empresa	[REDACTED]	[REDACTED]
Preço mínimo pela participação (49,0 %)	[REDACTED]	[REDACTED]
Book Value	[REDACTED]	[REDACTED]
Capital Social (% da Eletrobras)	[REDACTED]	[REDACTED]
Prêmio de Controle	[REDACTED]	[REDACTED]
Ke	[REDACTED]	[REDACTED]
Fator de capacidade médio	[REDACTED]	[REDACTED]
Taxa Média de Depreciação	[REDACTED]	[REDACTED]
O&M	[REDACTED]	[REDACTED]
Overhaul	[REDACTED]	[REDACTED]
Regime Tributário	[REDACTED]	[REDACTED]

248. Ambas avaliações utilizaram as demonstrações financeiras de dezembro de 2017 como ponto de partida.

249. Para a previsão do *overhaul*, a Eletrobras considera um investimento no 20º ano de [REDACTED] do investimento inicial, calculado pela atualização monetária do valor retirado do imobilizado bruto, compostos pelos [REDACTED].

250. O BTG calculou o Capex de *overhaul* para todas as SPEs de geração pelo valor de [REDACTED] de um investimento inicial de R\$ [REDACTED] mil por MW instalado.

251. Para o cálculo do custo de O&M pelas DFs, a Eletrobras utilizou as rubricas consideradas (custos operacionais e despesas administrativas) das demonstrações financeiras de 2016. No entanto, a Eletrobras optou por utilizar as projeções do Planos de Negócios da empresa (Nota Técnica DNR – N° 002/2016). Importa relatar que essa opção pela Eletrobras implica em um VPL 3,4% menor do que no cenário de utilização dos custos de O&M provenientes das DFs.

252. O BTG projetou as despesas operacionais com base nos valores repassados pela Eletrobras e suas subsidiárias.

253. A Figura a seguir mostra o perfil de venda da energia da SPE ao longo dos anos.

[REDACTED]

Figura 8: Geração anual da SPE Chapada do Piauí I Holding.

254. Foi considerado em ambas avaliações um financiamento com o BNDES com custo de [REDACTED] a.a. e saldo devedor em dezembro de 2017 de R\$ [REDACTED] milhões. No entanto, o BTG considerou amortização do tipo Price e a Eletrobras do tipo SAC. Ainda, foi considerado também a emissão de debêntures a custo de [REDACTED] a.a.

255. Questionada por meio do Ofício 169/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 42), a Eletrobras informou que irá

recalcular o valor da SPE considerando a amortização Price, já que a SPE solicitou a mudança do modelo de amortização (peça 74, p. 5).

256. Por fim, cabe apontar que simulando o *valuation* do BTG com o mesmo Ke da Eletrobras (■■■■), o VPL da SPE seria de R\$ ■■■■ milhões, valor praticamente igual (menos que 0,5% de diferença) ao calculado pela Eletrobras (R\$ ■■■■ milhões). Dessa forma, fica evidente a similaridade das avaliações.

3.4 Chapada do Piauí II Holding S.A.

257. O Complexo Chapada do Piauí II Holding S.A. é formado por seis parques eólicos, 100 aerogeradores, a saber: (i) Ventos de Santa Joana I; (ii) Ventos de Santa Joana III; (iii) Ventos de Santa Joana IV; (iv) Ventos de Santa Joana V; (v) Ventos de Santa Joana VII; e (vi) Ventos de Santo Augusto IV.

258. O Complexo iniciou a operação em janeiro de 2016 e sua autorização para se estabelecer como Produtor Independente de Energia (PIE) data de março de 2014 e se encerra em março de 2049 (35 anos). A Potência Instalada dos parques somada é de 172,4 MW e a garantia física é de 88,7 MW médio.

259. Atualmente a SPE tem como acionistas a Eletrobras (Chesf), com 49%, a Contour Global do Brasil, com 46%, e a Salus Fundos de Investimentos, com 5% do Capital Social.

260. A SPE foi vencedora no 17º Leilão de Energia Nova (LEN), ocorrido 18/11/2013, e possui contratos no Ambiente de Contratação Regulado (CCEAR) no montante de 86,6 MW médio, com receita fixa acordada de R\$ ■■■■, corrigidos pelo IPCA. Ambas avaliações consideram que a receita da Empresa será através desse contrato por vinte anos (até dezembro de 2035) e a partir de então pela venda do total da garantia física a preços do mercado livre.



Figura 9: Geração anual da SPE Chapada do Piauí II Holding.

261. A Tabela a seguir traz comparação das principais premissas e resultados de cada avaliadora.

Tabela 17: Principais dados e resultados do *valuation* de Chapada do Piauí II Holding.

	Eletrobras	BTG
VPL da empresa	■■■■	■■■■
Preço mínimo pela participação (49,0 %)	■■■■	■■■■
Média – Preço mínimo final	■■■■	■■■■
Book Value	■■■■	■■■■
Capital Social (% da Eletrobras)	■■■■	■■■■
Prêmio de Controle	■■■■	■■■■
Ke	■■■■	■■■■
Fator de capacidade médio	■■■■	■■■■
Taxa Média de Depreciação	■■■■	■■■■
O&M	■■■■	■■■■
Overhaul	■■■■	■■■■
Regime Tributário	■■■■	■■■■

262. A ANEEL publicou Resolução Autorizativa 5.479/2015, que reduziu a potência instalada da eólica Ventos de Santa Joana IV, de 30 MW para 27,2 MW. Assim, a potência instalada do complexo reduziu de 175,2 MW para 172,4 MW.

263. O BTG usou a potência instalada de 175,2 MW, enquanto a Eletrobras relatou valor atualizado, de 172,4 MW. Esse erro não tem impacto no *valuation*, pois nas análises é utilizada a geração de energia a partir da garantia física das usinas, não alterada (peça 74, p. 5).

264. Ambas avaliações utilizaram as demonstrações financeiras de dezembro de 2017 como ponto de partida.

265. Para a previsão do *overhaul*, a Eletrobras considera um investimento no 20º ano de ■■■■ do investimento inicial, calculado pela atualização monetária do valor retirado do imobilizado bruto, compostos pelos ■■■■.

266. O BTG calculou o Capex de *overhaul* para todas as SPEs de geração pelo valor de ■■■■ de um investimento inicial de R\$ ■■■■ mil por MW instalado.

267. Para o cálculo do custo de O&M pelas DFs, a Eletrobras utilizou as rubricas consideradas (custos operacionais e despesas administrativas) das demonstrações financeiras de 2016. No entanto, a Eletrobras optou por utilizar as projeções do Planos de Negócios da empresa (NT DNR – N° 002/2016). Importa relatar que essa opção pela Eletrobras implica em um VPL [REDACTED]% menor do que no cenário de utilização dos custos de O&M provenientes das DFs.

268. O BTG usou as despesas operacionais informadas pela Chesf, em anexo específico.

269. Foi considerado em ambas avaliações um financiamento com o BNDES com custo de [REDACTED]% a.a., amortização SAC e saldo devedor em dezembro de 2017 de R\$ [REDACTED] milhões

270. Cabe apontar que simulando o *valuation* do BTG com o mesmo Ke da Eletrobras ([REDACTED]), o VPL da SPE seria de R\$ [REDACTED] milhões, uma diferença de 2,3% do valor calculado pela Eletrobras (R\$ [REDACTED] milhões). Dessa forma, fica evidente a similaridade das avaliações.

3.5 Manaus Transmissora de Energia S.A.

271. A SPE Manaus Transmissora de Energia S.A. foi vencedora do Leilão 004/2008-Aneel, lote C, e teve sua concessão outorgada em outubro de 2008, pelo prazo de trinta anos (Contrato de Concessão 10/2008). A linha de 500 kV com extensão de 586 km entrou em operação em março de 2013 e sua concessão findará em outubro de 2038. A Transmissora recebe pela prestação do serviço público de transmissão o pagamento da receita anual permitida (RAP) de R\$ [REDACTED] reajustada anualmente pelo IPCA e revisada a cada cinco anos mediante metodologia da Aneel. Atualmente a SPE tem como acionistas a Abengoa, com 50,5%, a Eletronorte com 30% e a Chesf com 19,5%.

272. No Acordo de Acionistas consta cláusula de direito de preferência na compra das ações dos demais sócios, com prazo de 60 dias para o exercício do direito.

273. Para projetar as despesas operacionais a partir das demonstrações financeiras de 2017, o BTG optou por descartar o ano de 2016 da média, pois, segundo levantamento por ele realizado esse ano teria sido impactado por eventos não recorrentes. A Eletrobras, por sua vez, optou por não o descartar. Contudo, como o impacto dessa diferença acabou se mostrando mínimo, entende-se não ser necessário reparo quanto ao item.

274. Além das despesas, foram consideradas receitas não operacionais provenientes de contratos de cessão onerosa de direito de uso de fibras ópticas na ordem de R\$ [REDACTED] milhões.

275. Foi considerado em ambas avaliações os três financiamentos existentes: (i) com o BNDES com custo de [REDACTED] a.a., amortização SAC e saldo devedor em dezembro de 2016 de R\$ [REDACTED] milhões; (ii) com o BASA com custo de [REDACTED] a.a., amortização SAC e saldo devedor em dezembro de 2016 de R\$ [REDACTED] milhões; e (iii) debêntures com custo de [REDACTED] a.a., amortização SAC e saldo devedor em dezembro de 2016 de R\$ [REDACTED] milhões.

276. No financiamento com o Banco BASA, enquanto a Eletrobras usa a taxa de juros de [REDACTED] a.a., o BTG considera [REDACTED] a.a., devido a desconto de 15% por adimplência.

Tabela 18: Principais dados e resultados do *valuation* da Manaus Transmissora.

	Eletrobras	BTG
VPL da empresa	[REDACTED]	[REDACTED]
Preço mínimo pela participação (49,5 %)	[REDACTED]	[REDACTED]
Média - Preço mínimo final	[REDACTED]	[REDACTED]
Book Value	[REDACTED]	[REDACTED]
Capital Social (% da Eletrobras)	[REDACTED]	[REDACTED]
Preço mínimo pela participação (49,5 %)	[REDACTED]	[REDACTED]
Ke	[REDACTED]	[REDACTED]
RAP 2016-2017	[REDACTED]	[REDACTED]
RAP 2017-2018	[REDACTED]	[REDACTED]

Sudene/Sudam		
Taxas Setoriais		
Taxa Média de Depreciação		
O&M		
Regime Tributário		

277. Ambas as avaliadoras adotaram o regime tributário de lucro real, já que a receita da SPE é superior a R\$ 78 milhões anuais.

278. Foi encontrada inconsistência no dado de entrada quanto às transmissoras que tem direito ao benefício fiscal da Sudene/Sudam, que beneficia as pessoas jurídicas titulares de projetos de implantação, modernização, ampliação ou diversificação de empreendimentos, protocolizados até 31/12/2018, com a redução de 75% (setenta e cinco por cento) do imposto, inclusive adicionais não-restituíveis, pelo prazo de 10 (dez) anos.

279. Ambas as avaliadoras consideraram que as transmissoras Brasnorte e TME possuem o direito ao benefício: Brasnorte entre 2011 e 2020 e TME de 2015 a 2024.

280. No entanto, para a avaliação da Manaus transmissora, apenas o BTG considera que a Empresa faz jus ao benefício fiscal entre 2019 e 2028.

281. Por meio do Ofício 169/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 42), questionou-se a Eletrobras sobre todos esses pontos. Em resposta, a empresa informou que (peça 74, p. 6):

A SPE prevê que até 2019 irá conseguir o benefício da SUDAM. A Eletrobras irá recalcular o valor da SPE considerando a fruição do benefício da SUDAM entre 2019 e 2028.

As modelagens consideram a informação do bônus de adimplência de forma diferente. No modelo da Eletrobras esta informação está explícita na coluna T28 da aba '<E>Financiamentos_Outros'. Assim, em termos de taxa efetiva os dois modelos consideram a mesma taxa de [REDACTED] a.a.

282. Dessa forma, haverá alteração do preço mínimo pela incorporação do benefício da Sudam no *valuation* da Eletrobras. Assim, **propõe-se determinar à Eletrobras que recalcule o valor do preço mínimo da SPE Manaus Transmissora de Energia S.A., considerando em sua avaliação o benefício fiscal da Sudam entre 2019 e 2028.**

283. Continuando, tanto o BTG quanto a Eletrobras consideram em sua avaliação uma indenização ao término da concessão pelos investimentos ainda não totalmente amortizados. O BTG a calcula utilizando o imobilizado de 2016 reajustado pelo IPCA até o término da concessão, líquido de IR e CSLL, resultando em cerca de R\$ [REDACTED] bilhão de reais, valor bastante próximo do calculado pela Eletrobras (R\$ [REDACTED] bilhão).

284. Cabe apontar que simulando o *valuation* da Eletrobras com o mesmo Ke do BTG ([REDACTED]%), o VPL da SPE seria de R\$ [REDACTED] milhões. Com as correções apontadas em relação a não existência do benefício da Sudene, o valor do VPL do BTG iria para R\$ [REDACTED] milhões. Dessa forma, constata-se, portanto, que os valores são praticamente iguais (menos de [REDACTED]% de diferença). Dessa forma, fica evidente a similaridade das avaliações.

285. Importa ressaltar que se a venda for realizada pelo preço mínimo estabelecido, sem ágio, a Eletrobras registrará um prejuízo contábil com a alienação, já que o valor contábil (*book value*) da SPE é maior do que o preço mínimo. Além disso, a participação da Eletrobras no capital social da empresa é equivalente ao montante investido pela Holding ao longo do tempo. Dessa forma, considerando que não foram distribuídos dividendos até o presente momento, o montante investido (R\$ [REDACTED] milhões) é superior ao preço mínimo estabelecido, o que acarreta, de fato, em prejuízo da Eletrobras com essa SPE.

3.6 Transmissora Matogrossense de Energia S.A.

286. A SPE Transmissora Matogrossense de Energia S.A. foi vencedora do Leilão 001/2009-Aneel, lote E, e teve sua concessão outorgada em novembro de 2009 pelo prazo de trinta anos (Contrato de Concessão 23/2009). A linha de 348 km (LT Jauru – Cuiabá, em 500kV) e subestação (SE Jauru, em 500 kV) entraram em operação em novembro de 2011 e sua concessão findará em novembro de 2039. A Transmissora recebe pela prestação do

serviço público de transmissão o pagamento da receita anual permitida (RAP) de R\$ [REDACTED] milhões reajustada anualmente pelo IPCA e revisada a cada cinco anos mediante metodologia da Aneel. Atualmente a SPE tem como acionistas a Eletronorte, com 49%, a Alupar com 46% e a Mavi com 5%.

287. No Acordo de Acionistas consta cláusula de direito de preferência na compra das ações dos demais sócios, com prazo de 60 dias para o exercício do direito, além de cláusula de venda conjunta (*tag along*).

288. Ambas as avaliadoras adotaram o regime tributário de lucro real, o mesmo regime previsto em sua última Demonstração financeira.

289. O BTG considera dois financiamentos da SPE, assim como a Eletrobras, no entanto, o financiamento com o Banco do Brasil, um FCO, está modelado de forma diferente em cada *valuation*. Enquanto a Eletrobras usa a taxa de juros de [REDACTED] a.a., o BTG considera [REDACTED] a.a., devido a desconto de 15% por adimplência. Ainda, a Eletrobras considerou o sistema de amortização SAC e o BTG o sistema Price. A compatibilização do cálculo do BTG com o da Eletrobras implicaria em mudança do preço mínimo de R\$ [REDACTED] milhões para R\$ [REDACTED] milhões.

290. Por meio da Carta CTA-CAI-2240/2018 (peça 74), a Eletrobras informou que não considerou o desconto de 15% por adimplência e irá, portanto, retificar o *valuation* da TME. A não consideração do referido bônus causou uma subavaliação da SPE, no montante de R\$ [REDACTED] mil.

Tabela 19: Principais dados e resultados do *valuation* da Transmissora Matogrossense de Energia.

	Eletrobras	BTG
VPL da empresa	[REDACTED]	[REDACTED]
Preço mínimo pela participação (49,5 %)	[REDACTED]	[REDACTED]
Média - Preço mínimo final	[REDACTED]	[REDACTED]
Book Value	[REDACTED]	[REDACTED]
Capital Social (% da Eletrobras)	[REDACTED]	[REDACTED]
Preço mínimo pela participação (49,0 %)	[REDACTED]	[REDACTED]
Book Value	[REDACTED]	[REDACTED]
Capital Social (% da Eletrobras)	[REDACTED]	[REDACTED]
Ke	[REDACTED]	[REDACTED]
RAP 2016-2017	[REDACTED]	[REDACTED]
RAP 2017-2018	[REDACTED]	[REDACTED]
Sudene/Sudam	[REDACTED]	[REDACTED]
Taxas Setoriais	[REDACTED]	[REDACTED]
Taxa Média de Depreciação	[REDACTED]	[REDACTED]
O&M	[REDACTED]	[REDACTED]
Regime Tributário	[REDACTED]	[REDACTED]

291. Foi constatada divergência quanto à RAP do ciclo 2016-2017 constante das duas avaliações. No entanto, como ambas avaliações partem da RAP 2017/2018, essa informação não tem impacto nas avaliações (peça 74, p. 6).

292. Tanto o BTG quanto a Eletrobras consideram em sua avaliação uma indenização ao término da concessão pelos investimentos ainda não totalmente amortizados. O BTG a calcula utilizando o imobilizado de 2016 reajustado pelo IPCA até o término da concessão, líquido de IR e CSLL, resultando em cerca de R\$ [REDACTED] milhões de reais, valor bastante próximo do calculado pela Eletrobras (R\$ [REDACTED] milhões).

293. Cabe apontar que simulando o *valuation* da Eletrobras com o mesmo Ke do BTG ([REDACTED]), o VPL da SPE calculado pela Eletrobras seria de R\$ [REDACTED] milhões, enquanto o do BTG é de R\$ [REDACTED] milhões. Dessa forma, constata-se, portanto, que os valores são bastante próximos (menos de [REDACTED]% de diferença). Dessa forma, fica evidente a similaridade das avaliações.

294. Importa ressaltar que se a venda for realizada pelo preço mínimo estabelecido, sem ágio, a Eletrobras registrará um prejuízo contábil com a alienação, já que o valor contábil (*book value*) da SPE é maior do que o preço mínimo. Além disso, a participação da Eletrobras no capital social da empresa é equivalente ao montante investido pela Holding ao longo do tempo. Dessa forma, considerando que não foram distribuídos dividendos

até o presente momento, o montante investido (R\$ [REDACTED] milhões) é superior ao preço mínimo estabelecido, o que acarreta, de fato, em prejuízo da Eletrobras com essa SPE.

4. CONFERÊNCIAS ADICIONAIS

295. Devido à constatação de inconsistência relativa ao benefício fiscal da Sudam/Sudene na SPE Manaus Transmissora de Energia S.A., foi verificado para todas as demais SPEs (de transmissão e de geração) fora da amostra a questão dos benefícios fiscais da Sudene/Sudam, não sendo encontrada outra impropriedade ou diferença entre as avaliações internas e externas nesse quesito.

296. Foi também realizada a conferência dos regimes tributários utilizados nas avaliações. Contatou-se falha quanto a adoção do regime tributário da SPEs Empresa de Transmissão do Alto Uruguai S.A. (ETAU).

297. O Regime fiscal da ETAU foi alterado de “Presumido” para “Real” a partir do 2T16 após análise dos efeitos da Lei 12.973/2014. A Demonstração Financeira de dezembro de 2017 traz (item 3.5, p. 17):

A partir do ano calendário de 2016, a Companhia optou pelo regime de Lucro Real, visando redução da carga tributária do IRPJ e CSLL, uma vez que a entrada em vigor da Lei nº 12.973/14 acarretou na majoração da alíquota de presunção do IRPJ e CSLL, de 8% (oito por cento) e [REDACTED]% (doze por cento), respectivamente, para [REDACTED]% (trinta e dois por cento) nas entidades, sob regime de Lucro Presumido, que prestam serviços de construção, recuperação, reforma, ampliação ou melhoramento de infraestrutura vinculados a contrato de concessão de serviço público, gerando discussão sobre a aplicabilidade desta majoração para as transmissoras de energia

298. Ambas, Eletrobras e BTG, consideram o regime tributário de lucro presumido em suas avaliações.

299. A alteração do regime tributário implica em uma mudança do *valuation* da SPE ETAU calculado pela Eletrobras, de R\$ [REDACTED] mil para R\$ [REDACTED] mil, o que significa uma redução do preço mínimo calculado pela Estatal de R\$ [REDACTED] mil para R\$ [REDACTED] mil, já que a participação acionária da Eletrobras na Companhia é de 27,4%.

300. Questionada sobre esse ponto, a Eletrobras alegou que (peça 74, p. 6):

O BTG utiliza lucro presumido com [REDACTED]% de alíquota, enquanto a Eletrobras utiliza lucro presumido com [REDACTED]% e [REDACTED]%. Como essa é uma premissa de cada avaliador, consideramos que a SPE tem a faculdade pelo regime tributário, e, dado que todas as outras transmissoras hoje consideram [REDACTED]% e [REDACTED]%, utilizamos a mesma premissa para a ETAU. Já o BTG utilizou [REDACTED]% pois é o entendimento atual da SPE.

301. Sendo assim, a Estatal entende que não há uma forma determinativa de escolha do tipo de tributação, dependendo da decisão dos acionistas da empresa.

302. Além dos testes mencionados, em virtude de terem sido detectadas divergências em alguns dos dados de entrada das avaliações, foi feita uma conferência geral dos seguintes pontos:

i) para as SPEs de Geração:

- a. data de publicação da portaria de autorização para estabelecer-se como Produtor Independente de Energia e fim do prazo de autorização;
- b. datas de início e término dos contratos de venda de energia já firmados;
- c. existência, prazos e taxas de financiamentos e debêntures existentes;
- d. capacidade instalada; e
- e. garantia física.

ii) para as SPEs de Transmissão:

- a. datas de início e término dos contratos de concessão;
- b. data de início de operação comercial;
- c. existência, prazos e taxas de financiamentos e debêntures existentes; e
- d. RAPs 2016-2017 e 2017-2018;

303. Foram observadas as seguintes imprecisões, comunicadas à Eletrobras pelo Ofício 169/2018-

TCU/SeinfraElétrica (peça 42), de 22/6/2018:

- i) Lote 1:
 - i.1. SPE Brasventos Miassaba 3:
 - i.1.1 Eletrobras considera financiamento com o BNDES com juros de █% e o BTG, de █%;
- ii) Lote 4:
 - ii.1. SPE Pedra Branca:
 - ii.1.1 Eletrobras considera fim da autorização fev/2046 e o BTG ago/2045. A portaria de autorização tem data de publicação de 17/2/2011, findando, portanto, em 16/2/2046 (35 anos).
 - ii.2. SPE São Pedro do Lago:
 - ii.2.1 Eletrobras considera fim da autorização fev/2046 e o BTG ago/2045. A portaria de autorização tem data de publicação de 25/2/2011, findando, portanto, em 24/2/2046 (35 anos).
 - ii.3. SPE Sete Gamelerias:
 - ii.3.1 Eletrobras considera fim da autorização fev/2046 e o BTG ago/2045. A portaria de autorização tem data de publicação de 24/2/2011, findando, portanto, em 23/2/2046 (35 anos).
 - ii.4. SPE Baraúnas I:
 - ii.4.1 Eletrobras considera fim da autorização fev/2049 e o BTG ago/2048. A portaria de autorização tem data de publicação de 13/2/2011, findando, portanto, em 12/2/2049 (35 anos).
 - ii.5. SPE Mussambê:
 - ii.5.1 Eletrobras considera fim da autorização fev/2049 e o BTG ago/2048. A portaria de autorização tem data de publicação de 24/2/2014, findando, portanto, em 23/2/2049 (35 anos).
 - ii.5.2 O início e o final do CER têm datas diferentes entre as avaliadoras: de 1/1/2017 a 30/9/2035 para o BTG e de 1/9/2015 a 31/8/2035 para a Eletrobras.
 - ii.6. SPE Morro Branco I:
 - ii.6.1 Eletrobras considera fim da autorização fev/2049 e o BTG ago/2048. A portaria de autorização tem data de publicação de 12/2/2014, findando, portanto, em 11/2/2049 (35 anos).
 - ii.6.2 O início e o final do CER têm datas diferentes entre as avaliadoras: de 1/1/2017 a 31/10/2035 para o BTG e de 1/9/2015 a 31/8/2035 para a Eletrobras.
 - ii.7. SPE Banda de Couro:
 - ii.7.1 Eletrobras considera fim da autorização fev/2049 e o BTG jun/2048. A portaria de autorização tem data de publicação de 12/2/2011, findando, portanto, em 11/2/2049 (35 anos).
 - ii.8. SPE Transleste:
 - ii.8.1 O BTG considera desconto de 15% por adimplência nas taxas de juros de dois financiamentos da SPE, enquanto a Eletrobras não os considera.

304. A Eletrobras respondeu que “o BTG será instado a retificar sua avaliação considerando a taxa de financiamento de █%” da SPE Miassaba 3, e ainda “a retificar sua avaliação para considerar as datas corretas” das SPEs dos itens ii.1 a ii.7 (peça 74, p. 6).

305. Por fim, a Eletrobras afirmou que irá recalcular o valor da SPE Transleste considerando o bônus por adimplência (peça 74, p. 6).

306. Nada obstante, entende-se necessário **apresentar propostas de encaminhamento no sentido de determinar essas correções para cada uma das falhas apontadas.**

307. Além disso, ante tais constatações, faz necessário **encaminhar proposta de determinação para que a Eletrobras revise e compare as avaliações de todas as SPES realizadas pela Estatal e pelo consultor financeiro, a fim de corrigir, além das impropriedades acima indicadas, outras que porventura ocorram, sejam elas erros formais ou premissas inadequadas como as aqui apontadas.**

5. INDEPENDÊNCIA DAS AVALIAÇÕES

308. A Eletrobras contratou o BTG Pactual como consultor financeiro para, dentre outras tarefas, elaborar relatórios de *valuation* (avaliações econômico-financeiras) das participações societárias em SPE a serem alienadas.

309. O documento intitulado “Procedimentos para definição de preço mínimo das participações em SPE objeto de desinvestimento” (peça 23, p. 55) estabelece que o preço mínimo será encontrado a partir das avaliações externa, realizada pelo consultor financeiro (ótica do comprador), e interna, derivado da avaliação desenvolvida pelo próprio corpo técnico da Eletrobras (ótica do vendedor). A Resolução da Diretoria Executiva 263/2018 aprovou a medida.

310. A racionalidade por trás da medida parte do pressuposto que a avaliação externa (do consultor financeiro) abarcaria a ótica do comprador, ao passo que a avaliação interna (da própria Eletrobras) a ótica do vendedor, sendo o preço médio então um valor adequado para o preço mínimo a ser estipulado.

311. Apesar de razoável em teoria, na prática não é possível se falar em avaliações internas e externas completamente independentes, porque, conforme relatado na instrução precedente, em reuniões realizadas durante a fase de execução da auditoria, ficou evidente para a equipe que houve intercâmbio de informações da Eletrobras para a avaliação externa realizada pelo consultor financeiro.

312. Como relatado na seção 2.3.2, foi constatado que o BTG utilizou valores de projeção do preço da energia para os próximos trinta anos repassados pela Eletrobras, provenientes do relatório da Dcide.

313. A utilização dos mesmos valores para o preço da energia futuro compromete a independência das duas avaliações, já que são poucas as variáveis a serem projetadas para o cálculo do VPL desses ativos, já que são SPES com contratos pré-concebidos e receitas razoavelmente constantes. A utilização dos mesmos números em algumas dessas variáveis implica em resultados muito semelhantes nas duas avaliações.

314. Além de terem utilizado a mesma projeção do preço da energia no mercado livre, foi constatado que a Eletrobras (ou suas subsidiárias) enviou anexos sobre as SPES indicando quais valores deveriam ser utilizados para projeção das despesas operacionais, tais como: O&M, despesas gerais e administrativas, seguros e tarifa de uso do sistema de transmissão (TUST).

315. Foi também compartilhado com o BTG Nota Técnica da Eletrobras (peça 38, item não digitalizável ‘anexos.zip’, arquivo ‘Anexo 2’) para determinação de investimentos nos parques eólicos para extensão da vida útil dos aerogeradores (*overhaul*), conforme informado pelo próprio BTG e relatado na seção 2.3 (peça 74, p. 4):

A utilização da referência de [REDACTED]% foi baseada no estudo conduzido pela área técnica da Eletrobras (anexo NT DGE 005_2018) para determinação de uma estimativa de investimentos nos parques para extensão da vida útil dos aerogeradores.

Segundo o estudo da Eletrobras, tal investimento pode ser estimado em percentuais que variam de [REDACTED]% a [REDACTED]% do CAPEX quando o “*overhaul*” não é severo ou completo. Isto é, quando a troca alcança toda a máquina/turbina exceto as pás.

Dessa forma, foi escolhido esse cenário por se entender que ele é o mais aderente com a realidade (i) dos custos de O&M que os parques possuem (em grande parte full O&M) que visam a preservação das condições das máquinas até o fim de sua vida útil; (ii) das condições climáticas bastantes razoáveis das localidades onde os parques operam, por fim; (iii) da tendência da indústria apresentar reduções de preços ao longo do tempo por efeito de escala e avanço tecnológico (movimento já presenciado nos últimos anos).

316. Ora, a projeção de fluxo de caixa se baseia nas projeções de receitas e despesas. A receita dessas SPES

ou são fixas, para as de transmissão (que recebem RAP); ou só dependem dos contratos de venda de energia, que podem já estar pactuados, ou pela venda ao preço projetado de longo prazo (nos dois casos, calculado pela Dcide). Por outro lado, as despesas são as financeiras, com contratos já estabelecidos, ou aquelas projetadas (operacionais, administrativas, etc).

317. Dessa forma, as receitas e despesas das duas avaliadoras foram praticamente as mesmas. A única premissa que vai causar alguma divergência entre as avaliações é a taxa do custo de capital próprio (Ke).

318. É o que restou constatado no caso em análise. Nas SPEs de geração, a diferença média entre as avaliadoras foi de █%, com valor máximo de █%, e nas SPEs de transmissão, a média foi de █%, com diferença máxima de █%.

319. Ao se comparar os valores da Eletrobras, antes das correções apontadas nesta instrução, com o mesmo custo de capital utilizado pelo BTG (█% para geração e █% para transmissão), as diferenças ficam, em média, █% para as SPEs geração e █% para as SPEs de transmissão (peça 38, item não digitalizável 'Planilhas Eletrobras', arquivos 'Valuation Modelo Transmissão_final' e 'Valuation Novo Modelo Eolica_rev10_final').

Tabela 20: Comparação dos valuations com o mesmo Ke.

COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS - EÓLICAS (Ke = █%)				
SPE	VPL Eletrobrás @ █%(R\$ mm)	VPL BTG @ █%(R\$ mm)	Data Base	Δ VPL BTG / ELB
Banda de Couro	█	█	jan-18	█
Baraúnas I	█	█	jan-18	█
Baraúnas II	█	█	jan-18	█
Brasventos Miassaba 3	█	█	jan-18	█
Brasventos_RDV1	█	█	jan-18	█
Brasventos_RDV3	█	█	jan-18	█
Chapada do Piauí I Holding	█	█	jan-18	█
Chapada do Piauí II Holding	█	█	jan-18	█
Chuí Holding	█	█	jan-18	█
Chuí IX	█	█	jan-18	█
Hermenegildo I	█	█	jan-18	█
Hermenegildo II	█	█	jan-18	█
Hermenegildo III	█	█	jan-18	█
Mangue Seco 2	█	█	jan-18	█
Morro Branco I	█	█	jan-18	█
Mussambê	█	█	jan-18	█
Santa Vitória do Palmar	█	█	jan-18	█
Pedra Branca	█	█	jan-18	█
Serra das Vacas Holding	█	█	jan-18	█
São Pedro do Lago	█	█	jan-18	█
Sete Gameleiras	█	█	jan-18	█
Vam Cruz I	█	█	jan-18	█
COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS - TRANSMISSORAS (Ke = █%)				
SPE	VPL Eletrobrás @ █%(R\$ mm)	VPL BTG @ █%(R\$ mm)	Data Base	Δ VPL BTG / ELB
AETE	█	█	jan-18	█
BRASNORTE	█	█	jan-18	█
Centroeste	█	█	jan-18	█
ETAU	█	█	jan-18	█
LUZIÂNIA-NIQUELÂNDIA	█	█	jan-18	█

Manaus TR			jan-18	
TME			jan-18	
TRANSIRAPE			jan-18	
TRANSLESTE			jan-18	
TRANSUDESTE			jan-18	

Fonte: (peça 38, item não digitalizável 'Planilhas Eletrobras', arquivos 'Valuation Modelo Transmissão_final' e 'Valuation Novo Modelo Eolica_rev10_final').

320. Outrossim, a mesma área que efetua a avaliação interna das participações em SPE, a DFPI, foi o departamento encarregado de analisar e validar os resultados da avaliação conduzida pelo consultor financeiro (BTG).

321. Impende mencionar que a estipulação do preço mínimo com base nas avaliações (externas e internas) ganha ainda mais relevância no presente caso, tendo em vista que os assessores a serem contratados para alienação não emitirão uma “*fairness opinion*”, uma vez que a estatal entende que o formato do leilão marcará a mercado o valor do preço mínimo de cada um dos lotes, sendo, portanto, dispensável a emissão deste atestado (peça 16, p. 4-5).

322. Pelo exposto, entende-se necessária **proposta de recomendação para que a Eletrobras, nos processos de desinvestimentos, adote as providências necessárias para mitigar a influência das avaliações externas nas avaliações internas e vice-versa, de modo a ter, de fato, avaliações com óticas distintas que permitam a estipulação de um preço mínimo adequado.**

6. DO EDITAL

323. Em reunião ocorrida no dia 12/6/2018, a Eletrobras entregou cópia da minuta do Edital nº 01/2018 (peça 52), de Alienação das Participações Societárias da Eletrobras e Empresas Controladas em Sociedades de Propósito Específico, que será analisado nesta seção.

324. Por se tratar de versão preliminar, não sendo efetivamente publicado, as oportunidades de melhoria porventura identificadas foram encaminhadas à Eletrobras por meio do Ofício 169/2018-TCU/SeinfraElétrica, para manifestação da Estatal. De toda sorte, as sugestões e avaliações não incorporadas pela Eletrobras serão objeto de recomendação, e falhas ou descumprimentos de leis, normas ou jurisprudência desta Corte serão objeto de ciência aos responsáveis, nos termos da Portaria Segecex 13/2011.

325. Ressalta-se que algumas participações societárias em SPEs não foram adquiridas pela Eletrobras na fase de dação em pagamento e serão vendidas por meio de procuração das empresas controladas – Chesf e Eletronorte – à Controladora Eletrobras. São as seguintes SPEs: Chapada do Piauí I Holding S.A. (lote 2), Baraúnas I Energética S.A. (lote 4), Mussambê Energética S.A. (lote 4), Morro Branco I Energética S.A. (lote 4), Baraúnas II Energética S.A. (lote 4), Banda de Couro Energética S.A. (lote 4) e a SPE Manaus Transmissora de Energia S.A. (lote 17).

326. Cada ponto será abordado separadamente a seguir, incluindo as considerações e propostas de recomendações.

Item 4.1 do Edital

327. O item especifica que deverá ser feito o rateio do ágio das propostas nos lotes 4, 5 e 15, por se tratarem de lotes com mais de uma SPE.

328. Foi questionado à Eletrobras, por meio do Ofício 167/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 37), de 13/6/2018, o porquê de o lote 8, composto por mais de uma SPE, não estar no rol de lotes com previsão de rateio do ágio.

329. Em resposta (peça 73), a Eletrobras informou que o critério de rateio do ágio foi adotado apenas para os lotes com direito de preferência, uma vez que o direito de preferência é individual por SPE. Como não existe acordo de acionista para as SPEs do lote 8, não há direito de preferência e, portanto, não haverá rateio de ágio.

330. Destaca-se que a primeira etapa do certame será realizada por meio de envelope fechado com as propostas. Será declarado um vencedor nessa etapa se a proposta for pelo menos 20% superior à 2ª maior proposta. Caso contrário, passar-se-á à etapa de lances em viva-voz.

Item 6 do Edital

331. Consta no edital que o pagamento das custas junto à B3 referentes a cada lote será de responsabilidade do comprador de cada lote. Além das custas junto à B3, o adquirente arcará com uma taxa de distribuição de ativos junto à B3 no montante de 0,035% do valor do preço de venda.

332. Foi questionado à Eletrobras, por meio do Ofício 167/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 37), de 13/6/2018, de quem seria a responsabilidade pelo pagamento das custas junto à B3 em caso de ser exercido o direito de preferência pelo acionista externo. Ainda, foi recomendado que a cláusula seja mais clara quanto a esse ponto.

333. Em resposta (peça 73), a Eletrobras informou que o edital do leilão “deixará claro que a proposta a ser coberta pelo Sócio, no caso do exercício do direito de preferência, deverá ser em iguais condições de preço e pagamento que oferecido por terceiros”, portanto deve incluir o custo da B3 previsto no edital.

334. Em nova minuta, peça 56, enviada por e-mail no dia 25/6/2018, o referido item foi aprimorado conforme havia sido informado pela Eletrobras, deixando explícito no item 10.15 que o “Acionista Externo deverá efetuar os pagamentos necessários ao adimplemento dos Custos da Transação” (peça 56, p. 32).

335. Salienta-se que a atualização do preço de venda, devido ao descasamento temporal entre a data base do preço mínimo do edital e o fechamento (momento posterior à celebração do Contrato de Compra e Venda de Ações, que contempla a liquidação das ações de titularidade da Eletrobras), será realizada pela Selic durante o período ou, caso ainda não esteja disponível, o valor projetado pelo Relatório Focus do Banco Central do Brasil.

336. Ademais, está previsto o ajuste do preço mínimo em valor igual ao montante de qualquer saída de caixa observada após a data base do edital, tais como distribuição de dividendos (além dos já provisionados nas demonstrações financeiras das SPEs em dezembro/2017) e juros sobre o capital próprio, e, ainda, se houver aumento do capital social via aporte da Eletrobras.

337. Consta, inclusive, nos relatórios dos *valuations* realizados pela Eletrobras que:

A parcela proporcional à participação da empresa sobre os dividendos contabilizados em dezembro de 2017 deve ser ajustada (adicionada) ao valor final de venda caso não seja recebida pela Eletrobras até a finalização do processo.

Item 9.5 do Edital – Condições Precedentes

São de responsabilidade do Comprador:

(...)

ii) obter anuência do CADE referente à operação de compra e venda de ações da Eletrobras, sem restrições ou com restrições desde que sejam **aceitáveis para o Comprador e para a Eletrobras**;

338. Constatou-se a oportunidade de se aprimorar a redação deste dispositivo, recomendando o seguinte texto:

ii) obter anuência do CADE referente à operação de compra e venda de ações da Eletrobras, sem restrições ou com restrições desde que sejam aceitáveis para o Comprador e para a Eletrobras, preservadas as condições e os preços mínimos estabelecidos neste Edital;

339. Em nova minuta, o referido item foi aprimorado, incluindo a sugestão encaminhadas (peça 56, p. 26, item 9.5.ii).

Item 14 do Edital - Direito de Preferência

340. Ainda, na Tabela 5 do edital consta que não há prazo para o exercício de preferência dos sócios da SPE Luziânia-Niquelândia Transmissora S.A, no entanto, no item 10.7 “b” do Acordo de Acionistas (p. 15) se estabelece o prazo de “trinta dias úteis contados da data do recebimento da notificação de oferta por carta protocolada encaminhada a cada uma das ACIONISTAS OFERTADAS”.

341. Dessa forma, foi solicitado, por meio do Ofício 169/2018-TCU/SeinfraElétrica, de 22/6/2017, manifestação da Eletrobras sobre a possível inconsistência.

342. Por meio da Carta CTA-CAI-2240/2018 (peça 74, p. 2), a Eletrobras esclareceu que o item 10.7 “b” diz respeito ao “prazo para exercício de preferência na aquisição de “DIREITOS”, o que, consoante definição do

próprio Acordo, significa “direitos de preferência à subscrição de ações ou títulos”, não havendo, portanto, prazo para o exercício de preferência em caso de alienação das ações de propriedade do acionista.

343. Sendo assim, entende-se que não é necessário o ajuste do edital quanto a esse item.

Item 20 do Edital – Pedidos de Esclarecimentos

18.3 As respostas da Eletrobras aos referidos esclarecimentos complementares serão divulgadas no sítio eletrônico da Eletrobras, www.eletrobras.com, e no sítio eletrônico da B3, www.b3.com.br, sem identificação da fonte do questionamento e fará parte do Edital.

344. Ressalta-se, conforme proposta de recomendação na instrução precedente (peça 28), que o edital traz a previsão de disponibilização de respostas a questionamentos dos participantes no sítio da Eletrobras e da B3.

Item 20 do Edital - Condições de participação

20.5 Poderão participar do Certame, nos termos deste Edital, as pessoas jurídicas, brasileiras ou estrangeiras, entidades de previdência complementar e fundo de investimento em participações (FIP), isoladamente ou em Consórcio, que atendam aos requisitos exigidos pela Eletrobras para o Leilão.

20.5.1 A Proponente estrangeira, que participe isoladamente ou em Consórcio, deverá apresentar também, juntamente com os documentos do Anexo 15, a declaração de que, para participar do presente Leilão, submeter-se-á à legislação da República Federativa do Brasil e de que renuncia ao direito de realizar eventual reclamação por via diplomática, conforme Anexo XX.

345. Constatou-se a oportunidade de aprimorar o trecho em apreço pela inserção do item 20.5.1 conforme acima, bem como de modelo de Declaração de submissão à legislação da República Federativa do Brasil e renúncia ao direito de reclamação por via diplomática, que poderá se tornar, por exemplo, um dos anexos ao Edital.

346. Dessa forma, foi solicitado, por meio do Ofício 169/2018-TCU/SeinfraElétrica, de 22/6/2017, manifestação da Eletrobras sobre a possível recomendação de inclusão do texto acima.

347. Em nova minuta (peça 56), o referido item foi aprimorado, incluindo o trecho sugerido (peça 56, p. 34, item 14.1.1), bem como disponibilizado o modelo de declaração no Anexo 16 do edital (peça 56, p. 91, Anexo 16).

20.11 Não poderão participar do Leilão, isoladamente ou em Consórcio:

i. pessoa jurídica declarada inidônea por ato do Poder Público;

ii. pessoa jurídica impedida ou suspensa de participar de licitação ou contratar com a Administração Pública;

iii. pessoa jurídica condenadas por sentença transitada em julgado, à pena de interdição de direitos devido à prática de crimes ambientais, conforme disciplinado no art. 10 da Lei Federal nº 9.605, de 12.2.1998 (“Lei nº 9.605/1998”);

iv. ~~iii~~ pessoa jurídica cujo(s) dirigente (s) ou responsável(is) técnico(s) seja(m) ou tenha(m) sido ocupante(s) de cargo efetivo, empregado contratado ou emprego na Eletrobras ou em qualquer empresa do Grupo Eletrobras, ou ocupante(s) de cargo de direção, assessoramento superior ou assintência intermediária da União, no últimos 180 (cento e oitenta) dias anteriores à data de publicação do Edital;

v. ~~iv~~ pessoa jurídica que tenha participado da elaboração dos estudos de avaliação econômico-financeira ou da assessoria de alienação das participações societárias que serviram de base a este processo, extensível a: seus dirigentes e gerentes; acionistas ou detentores de mais de 5% (cinco por cento) do capital com direito a voto; controlador; responsável técnico ou subcontratado; empresa controlada diretamente ou indiretamente; fundo de investimento no qual a pessoa jurídica possua mais que 5% (cinco por cento) do capital que compõe o fundo e entidade de previdência complementar na qual a pessoa jurídica seja patrocinadora.

348. Constatou-se a oportunidade de aprimorar o trecho em apreço pela inserção da expressão “ou suspensa” no item ii e inclusão do item iii conforme acima, de forma a vedar a participação de empresas condenadas por sentença transitada em julgado, à pena de interdição de direitos devido à prática de crimes ambientais.

349. No mesmo Ofício 169/2018-TCU/SeinfraElétrica, foi solicitada a manifestação da Eletrobras sobre a possível recomendação de inclusão do texto acima.

350. Em nova minuta (peça 56), o referido item foi ajustado, incluindo os trechos propostos (peça 56, p. 34,

item 14.2.ii e 14.2.v).

351. Item 22 do Edital - Garantia da Proposta

22.1 A Garantia de Proposta deverá ser apresentada em caução em dinheiro, títulos da dívida pública federal, seguro-garantia ou fiança bancária conforme instruções do Anexo 1, Manual de Procedimentos, no percentual de 5% (cinco por cento) do valor do Preço Mínimo definido neste Edital, devendo ser apresentada uma Garantia de Proposta para cada um dos lotes de interesse do Proponente.

22.1 A Garantia de Proposta deverá ter prazo mínimo de 180 (cento e oitenta) dias a contar da Data para Recebimento dos Volumes na B3.

352. Restou estabelecido no edital que a garantia da Proposta deverá ser de 5% do preço mínimo do lote e terá prazo mínimo de 180 dias.

353. No entanto, o edital, no item 3.3, determina que a validade da Proposta Econômica (lance) deverá ser de um ano (peça 52, p. 12).

354. Dessa forma, os prazos são incompatíveis e foi solicitado à Eletrobras (peça 42) manifestação quanto a essa falha.

355. Em resposta ao Ofício de diligência, a Eletrobras informou que “já havia notado tal inconsistência e ajustado o item antes do recebimento do Ofício”, dessa forma, o prazo para a garantia passou a ser de um ano, “conforme constante do item 16.2 da atual minuta do Edital” (peça 74, p. 2).

356. Dessa feita, não serão feitas recomendações quanto a esse item do edital, por terem sido corrigidas as impropriedades pela Estatal.

Item 20.13 do Edital

vi. Na hipótese de eventual consorciado por qualquer razão não efetuar o pagamento devido, seja no todo ou em parte, a liquidação financeira será cancelada e o consórcio desclassificado.

vii. Nenhuma Proponente poderá participar de mais de um Consórcio por lote, ainda que por intermédio de suas controladoras, controladas ou pessoas jurídicas sujeitas a controle comum.

viii. Não será admitida a inclusão, a substituição, a retirada, a exclusão ou, ainda, a alteração nos percentuais de participação dos membros consorciados a partir da data da entrega dos envelopes até a liquidação.

357. Constatou-se a oportunidade de se aprimorar a redação deste dispositivo, a fim de se incluir, em termos de penalidade para o consórcio, além da sua desclassificação, a possibilidade de execução da Garantia de Proposta, inserindo-se tal previsão na redação em apreço, bem como ajustando a redação do item 22.12, que estabelece as hipóteses de execução da referida Garantia, de modo a ali incluir tal previsão.

358. Ainda, a inclusão dos itens vii e viii acima, de forma a não permitir a participação do mesmo proponente em mais de um consórcio, ou a alteração do consórcio antes da liquidação das ações.

359. Em resposta ao Ofício 169/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 42), a Eletrobras informou que (peça 74, p. 2):

Com relação à recomendação constante do item “vi” acima, a Eletrobras esclarece que já havia alterado a minuta de Edital de modo a prever referida restrição antes mesmo do recebimento do Ofício. Já com relação aos itens “vii” e “viii”, ajustamos o Edital para incorporar tais previsões. Esclarecemos que os itens constam da minuta atual, anexa à Resposta, com a numeração 14.4; “iii”, “viii” e “ix”, respectivamente.

Item 23 do Edital – Representantes dos Proponentes

23.X Cada Representante Credenciado somente poderá exercer a representação de uma única Proponente participando isoladamente ou de um único Consórcio.

360. De forma a aprimorar o referido item, sugeriu-se à Eletrobras (peça 42), a inclusão do texto acima.

361. Na nova minuta de edital (peça 56), foi constatada a inclusão do texto sugerido no item 17.5 (peça 56, p. 48).

Item 31.18 do Edital

Na hipótese de a Eletrobras vir a tomar conhecimento, após a fase de qualificação, de que qualquer Documento de Qualificação apresentado por um Proponente era falso ou inválido à época da apresentação dos Documentos de Qualificação, a Comissão de Alienação poderá desclassificá-lo, sem que ao Proponente caiba direito a qualquer tipo de indenização ou reembolso de despesas, a qualquer título, sem prejuízo de indenização devida à Eletrobras.

362. Constatou-se a oportunidade de se aprimorar a redação deste dispositivo, incluindo, em termos de penalidade para a proponente, além da sua desclassificação, a possibilidade de execução da Garantia de Proposta, inserindo-se tal previsão na redação do item 31.18, bem como ajustando a redação do item 22.12, que estabelece as hipóteses de execução da referida Garantia, de modo a incluir tal previsão.

363. A Eletrobras informou, por meio da Carta CTA-CAI-2240/2018 (peça 74, p. 3), que em versão mais atualizada do edital já há a referida previsão, tanto no item 6.6, quanto no item 16.14 (hipóteses de execução das garantias de proposta).

Anexo 15 - Item 12

12. Em caso de inexistência de documentos equivalentes nos respectivos países de origem aptos ao atendimento das exigências previstas neste Anexo, ou de documentos para as respectivas filiais brasileiras, as Proponentes estrangeiras deverão apresentar declaração assinalando tal fato circunstância.

364. Constatou-se a oportunidade de se aprimorar a eficácia deste dispositivo, por meio da disponibilização do modelo da declaração citada no item 12 do Anexo 15.

365. Na nova minuta encaminhada (peça 56, p. 78), foi constatado ajuste ao item 12 do Anexo 11 (nova numeração), bem como a inclusão do modelo sugerido (Anexo 17).

7. ANÁLISE DA OITIVA

366. A Carta CTA-PR-2200CAI-2205/2018 (peça 51), de 27/6/2018, encaminha cópia da Carta PR-PR-2200/2018, de 26/6/2018, que responde ao Ofício 149/2018-TCU/SeinfraElétrica que, conforme o Despacho do Relator (peça 34), Ministro Aroldo Cedraz, de 30/5/2018, determinou a oitiva da Eletrobras para que se manifestasse quanto às conclusões e propostas de encaminhamento a ela endereçadas na instrução precedente (peça 28).

367. Quanto aos itens da Conclusão da instrução, a Eletrobras informou que “seguirá todas as orientações e determinações do TCU” (peça 51, p. 2), não obstante ter feito algumas considerações em sentido diferente em alguns dos detalhamentos que acrescentou. A seguir são relatados os pontos específicos tratados na carta supracitada.

Sistemática de Desinvestimento em SPE

368. A Eletrobras confirmou a revisão e a formalização de novo documento de Sistemática de Desinvestimento em SPE, incorporando “as orientações e determinações da Corte, num prazo máximo de 90 (noventa) dias, uma vez que tais alterações precisam ser elaboradas pelas unidades técnicas e posteriormente submetidas à deliberação em todas as instâncias decisórias da Eletrobras e suas controladas” (peça 51, p. 2).

369. Não obstante a intenção da Eletrobras de promover os ajustes, **sugere-se a manutenção da proposta de determinação da instrução precedente (peça 28), apenas ajustando o prazo para alteração formal da Sistemática de Desinvestimento para noventa dias**. Ressalte-se, ainda, que as orientações não devem ficar restritas aos desinvestimentos em SPE, mas serem estendidas a todo e qualquer desinvestimento da estatal, quando aplicável.

Edital do Leilão Eletrobras 01/2018

370. A Eletrobras declarou que o edital atenderá a recomendação constante do parágrafo 264.b.3 da peça 28, p. 40, a saber:

b.3) que eventual edital do leilão (i) não estabeleça exigências que possam, de alguma forma, admitir condições que comprometam, restrinjam ou frustrem o caráter competitivo do processo; (ii) preveja a ampla disponibilização de respostas a questionamentos dos participantes; e (iii) disponibilize *data room* com informações necessárias e suficientes para que os participantes possam fazer suas ofertas, tendo em vista os princípios da competitividade, isonomia, transparência, publicidade e impessoalidade (item 169);

371. Conforme já relatado no parágrafo 27, a minuta de edital encaminhada para análise do TCU atendeu aos requisitos da proposta de determinação. Entretanto, **propõe-se manter a proposta de modo que a recomendação seja implementada pela Eletrobras em seu novo documento de Sistemática a ser elaborado.**

Contratação e Assessor ou Consultor Financeiro

372. Quanto ao parágrafo 264.b.4 (peça 28) – com proposta de determinação de instauração de processo específico de contratação, com prévia avaliação da área jurídica da Empresa, quando da hipótese de contratação direta – a Eletrobras relata que (peça 51, p. 3):

(...) nos casos de contratação dos serviços de assessoria ou consultoria financeira para subsidiar seus processos de desinvestimento, em que é requerido o conhecimento técnico especializado, bem como a experiência prévia na realização de serviços de natureza semelhante, somente empresas ou profissionais com notório conhecimento deverão ser convidados pela Eletrobras para o encaminhamento de proposta, com o respectivo preço para a prestação do serviço, cuja **contratação passará pela avaliação do Jurídico da companhia.** Essas empresas ou profissionais serão selecionados pela Eletrobras a partir de um banco de dados preparado por empresa idônea, periodicamente atualizado.

373. Com relação ao parágrafo 264.b.5, acerca de possível conflito de interesses entre os assessores/consultores financeiros e potenciais compradores, a Eletrobras relata (peça 51, p. 3):

A Eletrobras entende que o fato de ter segregado o assessor financeiro responsável pela avaliação dos ativos e modelagem da sistemática de desinvestimento e o assessor financeiro que irá implementar efetivamente a alienação e Leilão já é um mitigador das hipóteses de conflito de interesses. Não haveria o risco, por exemplo, de uma tentativa de intencionalmente subavaliar um ativo e, posteriormente, conduzir o leilão para garantir que um Proponente no qual o assessor financeiro tenha interesse específico se consagre vencedor, já que ambos os processos foram conduzidos por assessores diversos e independentes entre si. Além desse fato, a própria Eletrobras conduziu uma avaliação interna de cada SPE e a natureza do procedimento de Leilão, contando com a chancela e seguindo os procedimentos da B3, são aspectos que inibem, por si, hipóteses de atuação em conflito de interesses pelos assessores financeiros contratados.

374. Embora tal segregação possa mitigar um possível conflito de interesse, ainda assim os consultores, seja o que faz a avaliação externa, seja o condutor do processo de venda, têm acesso a informações privilegiadas sobre o objeto de leilão, de tal sorte que se entende **pertinente manter a proposta de determinação à Eletrobras para que preveja em seus normativos de suporte aos desinvestimentos mecanismos no sentido de evitar que haja conflito de interesses entre os assessores/consultores financeiros e potenciais compradores no caso das alienações de participações societárias em SPE e em outros desinvestimentos, não apenas no caso de serem realizados por meio de leilão, mas principalmente nos casos em que sejam realizados com base na fundamentação de oportunidades de negócio, tendo em vista os princípios da economicidade e da seleção da proposta mais vantajosa.** Ressalte-se ainda que a avaliação interna de cada ativo realizada pela Eletrobras, que teria o condão de mitigar eventual possível conflito de interesse, não se mostrou na prática independente, conforme mencionado nesta instrução (itens 314-317), reforçando a necessidade desta proposta de determinação.

Oportunidade de Negócio

375. A Eletrobras informou que “as questões levantadas pelo Tribunal referentes à venda de participações societárias como uma ‘oportunidade de negócio’ serão acatadas pela Eletrobras, e farão parte da revisão da Sistemática de Desinvestimento em SPE” (peça 51, p. 3). De toda sorte, **propõe-se a manutenção da proposta, para que seja formalizado em sua sistemática.**

Fairness Opinion

376. Na instrução precedente, item 264.c.1, foi feita proposta de recomendação para que a Eletrobras preveja a contratação de *fairness opinion* nos casos de alienações que se realizem por fora do leilão, as chamadas “oportunidades de negócio”.

377. Em sua resposta, a Eletrobras afirma entender que as operações realizadas no exercício do direito de preferência ou por meio de cláusula de *tag along* prescindem de laudo de *fairness opinion*, por se configurarem “marcação a mercado” (peça 51, p. 3-4).

378. Entende, também, que (peça 51, p. 4):

A fairness opinion pode ser requerida tanto do ponto de vista da companhia objeto da transação, como dos acionistas (majoritários ou minoritários). Entretanto, é usualmente requerida e utilizada com a finalidade de apurar se está resguardado o interesse dos acionistas minoritários dos ativos objeto de operações de fusão, aquisição, privatização etc., já que esse grupo, em geral, não detém o poder de controle dos ativos, e, por essa razão, pode haver algum déficit de informação sobre a transação e/ou ativo objeto de transação.

Sublinha-se ainda que a *fairness opinion* não é emitida com o objetivo de avaliar o mérito de uma operação, em especial sobre o timing, pertinência, estratégia ou vantajosidade, mas sim de, sob a ótica financeira, validar o método e o resultado da precificação do ativo objeto da operação em voga, de forma que esse trabalho possa indicar com independência se será preservada numa dada operação o melhor interesse para todos os acionistas, preservando-se a equidade entre todos e protegendo-se, dessa forma, os acionistas minoritários.

379. Primeiramente, discorda-se quanto ao fato de que operações baseadas em direito de preferência ou por meio de cláusula de *tag along* são “marcadas a mercado”. O tipo de processo que tem essa propriedade é o licitatório.

380. Ademais, em alguns casos de alienação a Eletrobras é sócia minoritária das SPEs, não detendo o poder de controle dos ativos e, portanto, necessitando de um laudo de adequação (*fairness opinion*) que ateste a justeza de uma transação, não se adentrando, como coloca a Eletrobras, no “timing, pertinência, estratégia ou vantajosidade” da operação.

381. Portanto, propõe-se que seja mantida a **recomendação para que a Eletrobras, nos casos de venda de participações em SPE sem ser pelo formato do leilão, como no caso das chamadas oportunidades de negócio, proceda com a contratação de *fairness opinion* junto ao assessor ou consultor financeiro.**

Inviabilidade de Competição

382. A Eletrobras informou que “está ciente de que a dispensa de licitação prevista no art. 28, § 3º, inciso II, e 4º, da Lei n.º 13.303/2016, está condicionada à justificativa da inviabilidade de competição, nos termos do próprio art. 28, § 3º, inciso II, da mesma lei” (peça 51, p. 4). De toda sorte, **propõe-se a manutenção da proposta, para que seja formalizado em sua sistemática.**

Esclarecimentos sobre ativos que não serão alienados por Oportunidade de Negócio

383. Conforme informado no início dessa instrução (seção 1.1.1), algumas SPEs que a Eletrobras havia sinalizado que alienaria na modalidade de “oportunidades de negócios” não serão mais vendidas. Restaram apenas duas: (i) Integração Transmissora de Energia (Intesa), com processo em fase de conclusão; e (ii) a reestruturação societária entre Copel e Eletrosul.

384. A este respeito, a Eletrobras relatou que (peça 51, p. 4):

Esclarecemos que as SPEs Belo Monte Transmissora de Energia (BMTE), Interligação Elétrica do Madeira (IEMadeira), Lago Azul Transmissora (Azul), Caldas Novas Transmissora (Caldas Novas) não estão incluídas no Leilão Eletrobras 01/2018 e também não estão sendo objeto de negociações bilaterais com agentes externos, fora do grupo Eletrobras (parágrafo 263.a do Relatório de Acompanhamento).

Com relação à SPE Paraíso Transmissora S/A, também citada neste parágrafo, cujas obras ainda não foram iniciadas, esclarecemos que esta se encontra em Chamada Pública pela Eletrosul, desde 2015, para seleção de investidores interessados em adquirir 100% (cem por cento) dos empreendimentos de transmissão de energia elétrica, decorrentes do Leilão ANEEL n.º 004/2014 - Lote E.

(...)

A reestruturação societária entre a Eletrosul e a Copel, mediante a transferência para a Eletrosul da participação acionária da Copel na Transmissora Sul Brasileira de Energia S.A. TSBE (20%) e a transferência para a Copel das participações acionárias minoritárias da Eletrosul na Marumbi Transmissora de Energia S.A. (20%) e na Costa Oeste Transmissora de Energia S.A. (49%) não está incluída no Programa de Desinvestimento do Sistema Eletrobras, uma vez que a permuta de ações é uma ação empresarial isolada da Eletrosul, não tendo influência no fluxo de recursos da Eletrobras.

385. Nos itens 257 e 263 da instrução à peça 28, mencionava-se a necessidade de retorno dos autos à

Unidade Técnica para que, entre outras questões:

(...)

a) empreenda análise sobre a inviabilidade de competição nos casos concretos de negociações bilaterais, descritos pela Eletrobras como “oportunidades de negócio”, notadamente as das seguintes SPEs: Belo Monte Transmissora de Energia (BMTE), Interligação Elétrica do Madeira (IEMadeira), Integração Transmissora de Energia (Intesa), Lago Azul Transmissão (Azul), Paraíso Transmissora (Paraíso) e Reestruturação societária entre Copel e Eletrosul, bem como outras que eventualmente venham a integrar o rol de “oportunidades de negócio” para fins de desinvestimentos da Companhia;

b) examine o caso concreto da alienação da Intesa, notadamente no que diz respeito ao preço negociado e à existência de conflito de interesse entre o assessor financeiro e o comprador; (...)

386. Considerando que as únicas operações que estão sendo ou foram negociadas bilateralmente são a da Integração Transmissora de Energia (Intesa) e a de reestruturação societária entre Copel e Eletrosul, e que esta última tem suas peculiaridades, como o fato de não influenciar no fluxo de recursos da Eletrobras e ser uma permuta de participações acionárias, e que aquela foi objeto de análise neste processo (vide tópico “Intesa”, logo adiante), entende-se desnecessária a repetição da proposta elencada no subitem “a” acima transcrito.

387. Em relação ao subitem “b”, em que pese o foco principal deste trabalho ter sido nas SPEs que vão a leilão, realizou-se análise da alienação da participação Eletrobras na SPE Intesa (49%), tendo como foco na questão jurídica da inviabilidade de competição no caso concreto. Dada a conclusão a que se chegou sobre o caso (vide tópico “Intesa”, logo adiante), entende-se também desnecessária a repetição da proposta elencada no subitem “b”.

388. Não obstante as informações repassadas pela Eletrobras (peça 51, p. 5-7), entende-se que eventual necessidade de exame de novas questões que venham a surgir, sejam destes ou de outros casos concretos de desinvestimentos, poderão ser examinados em etapas futuras deste acompanhamento ou, até mesmo, em outros processos de fiscalização que venham a ser abertos, sempre levando-se em consideração critérios de materialidade, relevância, risco, oportunidade e tempestividade, razão pela qual, **propõe-se determinar à Eletrobras que dê conhecimento ao TCU sobre eventuais novos Programas de Desinvestimentos que pretenda realizar, assim que der início ao processo, de modo que o TCU possa avaliar a conveniência e a oportunidade de incluir ações em seu plano operacional, voltadas à fiscalização desse tipo de operação.**

Custo de Capital (ke)

389. Em relação à proposta de recomendação no sentido de que a Estatal formalize critérios técnicos e/ou situações justificáveis para modificação do custo de capital da companhia, definindo previamente a periodicidade de atualização/mudanças em detrimento de atualização/mudanças em função de programas em andamento (item 264.c.4 da instrução à peça 28), a Eletrobras expôs que a Resolução nº 1.218/2009 aprovou as condições para atualização do cálculo (peça 51, p. 5):

Pela metodologia aprovada, a taxa de desconto será atualizada ao menos uma vez por ano, quando houver algum evento de mercado relevante ou quando ocorrerem gatilhos que tornem necessária a atualização, tais como *impairment* ou desinvestimentos.

O evento que justificou a atualização da taxa apresentada na “IT DFPP 003/2018”, já encaminhada ao Tribunal, foi o desinvestimento.

390. Quanto a esse ponto, embora tenha sido abordado também na seção 2.2, entende-se oportuno mencionar os principais pontos considerados.

391. De acordo com a Estatal (peça 51, p. 5) a taxa de desconto é atualizada periodicamente, quando houver algum evento de mercado relevante ou quando ocorrerem gatilhos que tornem necessária a atualização, tais como *impairment* ou desinvestimentos, o que teria justificado a atualização da taxa por meio da IT DFPP-003/2018, de 16/3/2018 (peça 39),

392. Ao se observar a Resolução 1.218/2009, nota-se que, de fato, há previsão para atualização periódica dos parâmetros Ke, Kd e WACC (peça 54, p. 1):

(...)

4. Determinar que o Departamento de Desenvolvimento de Negócios – DFN atualize os cálculos do Ke, Kd e WACC, com periodicidade semestral ou inferior, no caso de mudanças relevantes na conjuntura e/ou na estrutura de capital da ELETROBRÁS, e que dê conhecimento à Diretoria Executiva da ELETROBRÁS.

393. Já o Anexo 1 da IT DFPP-003/2018, de 16/3/2018 (peça 39), traz a atualização do cálculo do Custo de Capital da Eletrobras que é utilizado nas avaliações econômico-financeiras das SPEs a serem alienadas. A planilha de cálculos foi enviada pela Eletrobras e está disponível como anexo não digitalizável à peça 39.

394. Percebe-se, portanto, que, embora o Ke tenha sido atualizado, não houve revisão da metodologia adotada (peça 39, p. 4), ou seja, atualizaram-se apenas os parâmetros, mantendo-se inalterada a metodologia em relação à aprovada em 2009 pela Resolução 1.218/2009.

395. Embora não se tenha constatado revisão metodológica no caso concreto, é importante que eventuais mudanças dessa ordem sejam efetuadas com independência em relação às previsões de fluxos de caixa e que os critérios técnicos para o cálculo das taxas da companhia tenham uniformidade ao longo do tempo, evitando-se revisões radicais em função de mudanças conjunturais de curto prazo.

396. Por isso, é salutar que, além da previsão de periodicidade de atualização, como de fato há na Resolução 1.218/2009, haja a formalização quanto aos critérios técnicos e/ou situações justificáveis para eventuais modificações metodológicas de cálculo custo de capital da companhia, definindo previamente a periodicidade de mudanças.

397. Assim, propõe-se recomendar à **Eletrobras que formalize critérios técnicos e/ou situações justificáveis para eventual modificação metodológica do cálculo do custo de capital, definindo previamente a periodicidade de revisões, buscando evitar risco de alterações em função de situações conjunturais.**

Intesa

398. A instrução precedente (peça 28) fez considerações acerca de possível conflito de interesses na venda da SPE Integração Transmissora de Energia (Intesa) à Equatorial Energia S.A., já que o BTG Pactual, contratado como assessor financeiro para fazer avaliação econômico-financeira da SPE, tem participação acionária na Equatorial.

399. No ofício de oitiva sobre o Relatório de Acompanhamento, a Eletrobras informou que (peça 51, p. 6):

a) Em 26 de maio de 2017, a Eletrobras contratou o banco BTG Pactual como assessor financeiro para realizar, dentre outras atribuições, a avaliação econômico-financeira da SPE Intesa, cujo sócio majoritário, com 51% de participação no capital social, era o Fundo de Investimento em Participação Brasil Energia Multiestratégia (FIP Brasil Energia).

b) Em 30 de agosto de 2017, o FIP Brasil Energia celebrou com a Equatorial um contrato de compra e venda da totalidade das ações ordinárias da Intesa de propriedade do FIP, representativas de 51% do capital social total da Intesa.

c) Posteriormente, em 8 de março de 2018, a **Equatorial estendeu à Eletrobras a oferta de compra da sua participação societária na Intesa, na mesma condição e pelo mesmo valor por ação pago ao FIP Brasil Energia quando da alienação de sua participação, incluindo o prêmio de controle**, de forma análoga a um *tag along* voluntário não previsto no acordo de acionistas da sociedade.

d) Em 16 de março de 2018, foram concluídas duas avaliações econômico-financeiras, sendo uma externa, realizada pelo banco BTG Pactual, e outra interna, realizada pela equipe técnica da Eletrobras, ambas utilizadas para determinação do preço mínimo da Intesa.

e) A minuta do contrato de compra e venda das ações, anexa para conhecimento, encontra-se negociada e pronta para aprovação pelas instâncias deliberativas da Eletrobras, e posterior assinatura pelas partes, dependendo de concordância dessa Corte para prosseguimento e conclusão do processo.

f) Feitas tais considerações, é nosso entendimento que o preço estabelecido na operação de compra e venda realizada entre o FIP Brasil Energia e a Equatorial ocorreu numa negociação não forçada entre dois agentes independentes, em condições de mercado, sendo ofertados à Eletrobras os mesmos termos e condições de venda, inclusive com extensão do prêmio de controle, configurando um autêntico *tag along*. Cabe destacar, ademais, que **o valor ofertado pela Equatorial está acima do preço mínimo da Eletrobras.**

g) Quanto ao alegado conflito de interesse do banco BTG Pactual, em consulta realizada no endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), observamos que **o BTG Pactual Gestora de Investimentos Alternativos Ltda. é o gestor do FIP Brasil Energia, empresa ligada ao mesmo grupo ao qual pertence o banco BTG Pactual.**

h) Analisando o regulamento interno do FIP Brasil Energia, também disponível no endereço eletrônico da CVM, constata-se que **o gestor do FIP tem direito ao recebimento de Taxa de Performance, no percentual de 15%, a título de participação nos resultados do FIP quando resultante da alienação de um investimento. (grifos acrescidos)**

400. Pelas informações apresentadas acima, a Eletrobras entende que: (i) o preço da venda foi estabelecido entre duas partes privadas, a FIP Brasil Energia e a Equatorial, e que, dessa forma, ocorreram em condições de mercado; (ii) o valor da transação foi acima do preço mínimo calculado pela média das avaliações interna e externa; (iii) possível conflito de interesse é mitigado porque a participação societária do grupo BTG Pactual na Equatorial ocorre por fundos de investimentos sob a gestão da BTG Pactual *Asset Management* e da BTG *Pactual Wealth Management*, cuja soma é de 2,4% do capital social da Equatorial, sem qualquer tipo de influência em sua administração; (iv) em função de recebimento de percentual sobre a venda (de 15%), o BTG não teria interesse em minimizar o valor da venda para benefício da Equatorial; e (v) a oportunidade de *tag along* ofertado pela Equatorial à Eletrobras pode ser interpretado, à luz da Lei 13.303/2016, como “autêntica oportunidade de negócio”, já que o valor era superior ao preço mínimo e, devido ao prazo de sessenta dias de validade da proposta, não haveria tempo hábil para realização de leilão público.

401. Primeiramente, sob à luz da Lei 13.303, de 30/6/2016, que dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, impende avaliar se a situação ocorrida se insere dentro da chamada “oportunidade de negócio”. O artigo 28 da referida Lei dita que:

Art. 28. Os contratos com terceiros destinados à prestação de serviços às empresas públicas e às sociedades de economia mista, inclusive de engenharia e de publicidade, à aquisição e à locação de bens, à **alienação de bens e ativos integrantes do respectivo patrimônio** ou à execução de obras a serem integradas a esse patrimônio, bem como à implementação de ônus real sobre tais bens, **serão precedidos de licitação nos termos desta Lei**, ressalvadas as hipóteses previstas nos arts. 29 e 30.

(...)

§ 3º São as empresas públicas e as sociedades de economia mista dispensadas da observância dos dispositivos deste Capítulo nas seguintes situações:

(...)

II - nos casos em que a escolha do parceiro esteja associada a suas características particulares, vinculada a oportunidades de negócio definidas e específicas, **justificada a inviabilidade de procedimento competitivo**.

(...)

§ 4º Consideram-se **oportunidades de negócio** a que se refere o inciso II do § 3º a formação e a **extinção de parcerias e outras formas associativas, societárias ou contratuais**, a aquisição e a **alienação de participação em sociedades e outras formas associativas, societárias ou contratuais** e as operações realizadas no âmbito do mercado de capitais, respeitada a regulação pelo respectivo órgão competente. (Grifos acrescidos)

402. É importante observar que a Lei 13.33/2016 não dispensou de forma incondicional as estatais de licitar nos casos considerados como “oportunidades de negócio” explicitados no § 4º do art. 28, e sim estabeleceu que, mesmo quando da identificação de situações consideradas como “oportunidades de negócios”, a dispensa só se dará quando justificada a inviabilidade de procedimento competitivo. Portanto, nos termos do próprio Estatuto das Estatais, a licitação permanece como regra mesmo nos casos de oportunidades de negócio, sendo excetuada apenas quando da inviabilidade de realização de procedimento competitivo.

403. Note-se, contudo, que a Eletrobras alega ter ocorrido inviabilidade fática de se estabelecer um processo competitivo, em razão de não ter havido tempo para a realização de licitação dentro do prazo de sessenta dias associado à validade da proposta de *tag along* ofertada pela Equatorial, que fora interpretado pela empresa, à luz da Lei 13.303/2016, art. 28, inciso II, § 4º, como uma “autêntica oportunidade de negócio”, já que o valor era superior ao preço mínimo avaliado pela empresa (peça 51, p. 7).

404. Ao se observar os valores envolvidos nos *valuations* da Intesa, não se notam evidências de que essa negociação seria antieconômica para a Estatal, posto que, a situação de *tag along* de fato oportunizada pela Equatorial, ao ofertar à Eletrobras o mesmo valor pago ao acionista majoritário (FIP Brasil Energia), conduziria

a um valor acima do valor mínimo estimado para a empresa. Além disso, a realização de procedimento licitatório, nesse caso, não implicaria, necessariamente, obtenção de proposta mais vantajosa à Estatal, haja vista que os proponentes partiriam de um *valuation* mínimo da empresa de R\$ [REDACTED] (peça 20, p. 224-268), quando a oferta da Equatorial tem como premissa *valuation* de R\$ [REDACTED], montante [REDACTED]% maior que o preço mínimo estabelecido.

405. Por outro lado, atendo-se aos ditames do art. 28, inciso II, § 4º, da Lei 13.303/2016, não se vislumbra que a alienação da participação da Eletrobras na Intesa (de 49%) seja um caso de inviabilidade de procedimento competitivo, posto que não existem, por exemplo, cláusulas de *drag along* no acordo de acionista, que vinculem a saída da Eletrobras da SPE no caso de venda das ações do sócio majoritário.

406. Nessa mesma linha, entende-se que a oferta de *tag along* da Equatorial, com prazo de validade de sessenta dias, por si só, não teria o condão de caracterizar a inviabilidade de competição, ao contrário, o recebimento de proposta de interessado poderia até mesmo sinalizar à Eletrobras que o objeto de alienação possui atratividade no mercado.

407. Além disso, admitir que a mera existência de oferta por parte de um interessado em determinado ativo seja motivo para dispensa de licitação afrontaria diretamente os princípios da impessoalidade, da moralidade, da igualdade, da publicidade, da obtenção de competitividade e do julgamento objetivo insculpidos no art. 31, *caput*, da própria Lei das Estatais.

408. Quanto à suposta inviabilidade fática de licitar, alegada pela Eletrobras, em razão de não haver prazo para a realização de licitação, cabe salientar que, no presente momento a empresa se encontra mobilizada para a realização do Leilão Eletrobras 001/2018, destinado à alienação da participação de empresas do Sistema Eletrobras em setenta SPEs, objeto deste processo de acompanhamento. Portanto, não se vislumbra nesse caso a existência de *periculum in mora* reverso, em se **determinar que a Estatal se abstenha de realizar a operação de venda bilateral da Intesa, por não se enquadrar em caso de dispensa do art. 28, inciso II, § 4º, da Lei 13.303/2016, posto que essas ações poderiam ser incluídas no bojo do próprio leilão que a empresa pretende realizar, razão pela qual será encaminhada proposta nesse sentido.**

409. Por fim, quanto ao eventual conflito de interesses, entende-se que, para as futuras alienações, ao se estender a vedação prevista na minuta de edital – de que não poderá participar do leilão pessoa jurídica que tenha participado da elaboração dos estudos que terão servido de base ao processo, extensível a: seus dirigentes e gerentes; acionistas ou detentores de mais de 5% do capital com direito a voto; controlador; responsável técnico ou subcontratado; empresa controlada direta ou indiretamente; fundo de investimento no qual a pessoa jurídica possua mais que 5% do capital total que compõe o fundo; e entidade de previdência complementar da qual a pessoa jurídica seja patrocinadora – é mitigado o possível conflito de interesse.

410. Ressalta-se que, para tanto, a Eletrobras seguiu a orientação da peça 28, aprimorando a minuta de edital, prevendo restrições de participação do leilão não só às pessoas jurídicas ligadas ao consultor financeiro (BTG Pactual), mas também ao assessor financeiro, visto que este também vai ter acesso a informações que podem ser consideradas privilegiadas sob a ótica dos participantes do leilão (peça 56, p. 35, item 14.2.iv):

iv. pessoa jurídica que tenha participado da elaboração dos estudos, inclusive de consultoria econômica financeira ou assessoria para a venda, que serviram de base a esse processo de desinvestimento, bem como seus dirigentes e gerentes; controladores; acionistas titulares de mais de 5% (cinco por cento) do capital com direito a voto; responsáveis técnicos ou subcontratados; sociedades controladas diretamente ou indiretamente; fundo de investimento e/ou entidade de previdência complementar nos quais a pessoa jurídica possua mais que 5% (cinco por cento) do capital e/ou da qual seja patrocinadora, conforme o caso;

8. QUESTÕES ADICIONAIS

Potenciais efeitos da Medida Cautelar do STF, no âmbito da ADI 5624/DF, sobre o leilão de desinvestimentos

411. Em 27/6/2018 o Min. Ricardo Lewandowski, do Supremo Tribunal Federal (STF), proferiu medida cautelar no âmbito da Ação Direta de Inconstitucionalidade ADI-5624/DF (peça 75), para, liminarmente, conferir interpretação ao art. 29, *caput*, inciso XVIII, da Lei 13.303/2016, no sentido de que: (i) a venda de ações de empresas públicas, sociedades de economia mista ou de suas subsidiárias ou controladas exige prévia autorização legislativa, sempre que se cuide de alienar o controle acionário; e (ii) a dispensa de licitação só pode ser aplicada à venda de ações que não importem a perda de controle acionário de empresas públicas, sociedades

de economia mista ou de suas subsidiárias ou controladas.

412. Considerando a referida liminar e os possíveis efeitos sobre o Programa de Desinvestimentos da Eletrobras, a unidade técnica, por meio do Ofício 174/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 64), solicitou o posicionamento da Estatal quanto ao alcance dessa medida sobre o leilão de alienação das participações em SPEs.

413. Preliminarmente, cumpre-nos salientar que a Medida Cautelar proferida pelo Min. Ricardo Lewandowski em 27/6/2018, no âmbito da ADI-5624/DF, encontra-se em pleno vigor, portanto, não se tem aqui a pretensão de discutir a matéria, posto que isso compete à Suprema Corte do País.

414. Nesse sentido, pretende-se tão somente apresentar o posicionamento da Companhia sobre as possíveis implicações da liminar ao seu Programa de Desinvestimentos, e trazer à luz posicionamentos precedentes dessa Corte de Contas, como forma de trazer subsídios à decisão que vier a ser adotada nesses autos.

415. Em resposta, a Eletrobras encaminhou a Carta CTA-PR-2379/2018, de 4/7/2018 (peça 76), na qual apresenta o entendimento da área jurídica da Companhia, consubstanciado no parecer da Controladoria Legal e Casos Estratégico da Eletrobras, Memorando PRJE-28/2018, de 9/7/2018 (peça 76, p. 2-7), que, por sua vez, alinha-se com o entendimento esboçado no parecer da assessoria jurídica contratada pela Estatal para auxiliar no atual processo de desinvestimentos, Cescon & Barriau Advogados (peça 76, p. 7-32).

416. Em suma, o jurídico da Eletrobras entende que, diante do princípio do paralelismo das formas, é defensável a tese de que a autorização legislativa prévia para venda de participações se encontra implícita na autorização que lhe fora conferida por meio do art. 15, *caput*, § 1º, da Lei 3.890-A/1961 (Lei de criação da Eletrobras), o qual permite que a empresa participe de sociedades, com ou sem poder de controle (peça 76, p. 2), *in verbis*:

Art. 15. A ELETROBRÁS operará diretamente ou por intermédio de subsidiárias ou empresas a que se associar, para cumprimento de seu objeto social.

§ 1º. A Eletrobras, diretamente ou por meio de suas subsidiárias ou controladas, poder-se-á associar, com ou sem aporte de recursos, para constituição de consórcios empresariais ou participação em sociedades, com ou sem poder de controle, no Brasil ou no exterior, que se destinem direta ou indiretamente à exploração da produção, transmissão ou distribuição de energia elétrica. (Grifos acrescidos)

417. Apresenta entendimento assentado pelo STF, no âmbito da ADI 1649/DF, no sentido de que é dispensável a autorização legislativa específica para a criação de empresas subsidiárias, desde que haja previsão para esse fim na própria lei que instituiu a empresa de economia mista matriz, tendo em vista que a lei criadora é a própria medida autorizadora (peça 76, p. 2-3).

418. Nesse sentido, defende que, se as participações da Eletrobras na SPEs têm esteio neste comando genérico, por simetria, o processo inverso de alienação ancora-se na mesma regra legal, não sendo razoável falar-se em obrigatoriedade de leis específicas para realização das alienações de participações (peça 76, p. 3).

419. Assinala que essa tese não é nova no âmbito da Eletrobras, mencionando que também foi utilizada na 170ª Assembleia Geral Extraordinária da Companhia, que deliberou sobre a desestatização das Distribuidoras, ocasião em que os pareceristas Gustavo Binenbojm e Nelson Eizirik enfrentaram a questão com mesmo entendimento jurídico (peça 76, p. 3).

420. Quanto à regra do art. 29, inciso XVIII, da Lei 13.303/2016, para a venda de controle societário, alega que o edital de leilão para a venda de participações da Eletrobras em SPEs não reflete hipótese de dispensa ou qualquer outro afastamento do procedimento licitatório delineado no art. 49 e seguintes da referida lei (peça 76, p. 3).

421. Nessa linha de entendimento, assinala que o Leilão se consubstancia no meio licitatório utilizado pela Eletrobras para atingir os princípios constitucionais da Administração Pública, da legalidade, impessoalidade, moralidade, eficiência, publicidade e da busca de competitividade pela melhor proposta (peça 76, p. 3).

422. Ressalta que, em respeito às melhores práticas de governança e aos direitos dos minoritários da Companhia, a Eletrobras fará uso da plataforma da B3 para o leilão de venda de participações em SPEs e obedecerá aos normativos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em especial a Instrução CVM 400/2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e

secundário (peça 76, p. 4).

423. Assinala que a decisão liminar do STF apresenta lógica e vocação para afetar os processos de desestatização em que a perda de controle acionário funda-se em razões de Estado, de modular e reordenar sua intervenção em certo domínio econômico, mecânica distinta à dos desinvestimentos da Eletrobras, que se portam como atos de gestão negocial da empresa. Nesse sentido, aponta que tampouco caberia qualquer atração do regime do Programa Nacional de Desestatização (PND) à espécie (peça 76, p. 4).

424. Nada obstante, aduz que a própria lei geral de regência das desestatizações, Lei 9.491/1997, admite o uso de leilão em bolsa à hipótese de desestatização por alienação de controle acionário, consoante art. 40, inciso I, § 3º da Lei 9.491/1997 c/c art. 34, inciso I, do Decreto 2.594/97, adiante reproduzidos (peça 76, p. 4):

[Lei 9.491/1997]:

Art. 40 As desestatizações serão executadas mediante as seguintes modalidades operacionais:

1 - alienação de participação societária, inclusive de controle acionário, preferencialmente mediante a pulverização de ações;

(...)

§ 3º Nas desestatizações executadas mediante as modalidades operacionais previstas nos incisos I, IV, V, VI e VII deste artigo, a licitação poderá ser realizada na modalidade de leilão.

[Decreto 2.594/1998]:

Art. 34. A alienação de ações das companhias a serem desestatizadas será efetuada mediante:

1 - leilão público, em pregão especial ou através de envelopes fechados, ou através de uma combinação destas formas, em bolsa de valores do País.

425. Argumenta, ainda que, com base no princípio do direito de que “quem pode mais, pode menos”, não seria razoável se admitir leilão em bolsa de valores para alienações decorrentes de processos de desestatização, como o foi para a privatização da CELG-D e, atualmente vem ocorrendo para as demais distribuidoras da Eletrobras, e não o seja para o caso de alienações de controle em SPEs (peça 76, p. 4).

426. Conclui que o melhor entendimento a ser esposado, sob o ponto de vista estritamente jurídico, é no sentido de que a decisão do STF não impede a alienação das SPEs com controle nos moldes do leilão delineado pela Companhia (peça 76, p. 4).

427. Apesar disso, salienta que os administradores da Eletrobras devem atentar para outros riscos, de igual relevância para o curso regular do processo de desinvestimento em SPEs, caso deliberem pelo prosseguimento ou execução de atos tendentes à venda das participações com controle, quais sejam (peça 76, p. 5):

(i) Possibilidade de ajuizamento de reclamações constitucionais em face de leilão das SPEs com controle da Eletrobras, visando garantir a autoridade da decisão monocrática do i. Ministro Ricardo Levandowsky, a partir de interpretação distinta da que ora se sustenta;

(ii) Concessão de liminar(es) em sede de Reclamação Constitucional, embora equivocadamente, suspendendo a integralidade das alienações em leilão e não apenas as que envolvam controle pela Eletrobras;

(iii) Recrudescimento e/ou alteração dos pilares jurídicos, fixados pela decisão monocrática do i. Ministro Ricardo Levandowsky, em juízo colegiado envolvendo apreciação da liminar ou do mérito da ADIn;

(iv) Procedência da ADIn, declarando-se a inconstitucionalidade total ou parcial da Lei 13.303/16, e, por conseguinte, operando efeitos *ex tunc* sobre o leilão ora perseguido – sua nulidade, a despeito da possibilidade de que quórum qualificado do pleno do STF module temporal e substancialmente suas decisões para que não produza efeitos sobre atos jurídicos celebrados na vigência da lei julgada inconstitucional;

(v) Emissão de “parecer de força executória” pela AGU – órgão de defesa da constitucionalidade das leis federais, manifestando opinião no sentido de que a decisão liminar impede, por qualquer de seus pilares, a alienação do controle de SPEs nos moldes ora perseguidos pela Eletrobras;

(vi) Melhor conhecimento a respeito das razões jurídicas e de mérito em torno do Fato Relevante divulgado pela Petrobras, do dia 03/07/2018, suspendendo processos competitivos de alienação de controle em virtude da decisão liminar ora sob exame, eis que tal estatal igualmente possui autorização legislativa prévia e genérica permitindo sua participação em sociedades com controle;

(vii) Possibilidade de ajuizamento de demandas judiciais por minoritários à oportunidade de eventual convocação de AGE para deliberar a alienação de controle nas SPEs, conforme previsão estatutária;

428. Por fim, assinala que esses riscos deverão ser especialmente ponderados por ocasião da Proposta da

Administração a ser submetida aos acionistas na Assembleia Geral que tratará da alienação de controle das SPEs, conforme exige o Estatuto Social da Eletrobras (peça 76, p. 5).

429. Como assinalado anteriormente, o parecer da área jurídica da Eletrobras apresentou entendimento alinhado ao memorando do escritório Souza, Cescon, Barriau & Flesch Advogados (peça 76, p. 7-32). Por esse motivo, como já foram apresentados os argumentos da área jurídica da Eletrobras, serão elencadas apenas as conclusões da assessoria contratada.

430. Em síntese, a assessoria contratada entende que a Medida Cautelar concedida no âmbito da ADI 5624/DF não deveria ter repercussões sobre o Programa ou a Sistemática de Desinvestimentos concebida pela Companhia, em razão dos argumentos a seguir expostos (peça 76, p. 25-26):

(a) o “Programa de Desinvestimentos” da Eletrobras por certo não contempla alienação pela União do controle acionário detido na Companhia; ou seja, a União não está promovendo desestatização ou privatização da estatal visando se afastar da atuação no domínio econômico, o que demanda lei específica, à luz do artigo 37, inciso XIX da Constituição Federal;

(b) é defensável o entendimento de que o artigo 15 da lei de criação da Eletrobras, Lei 3.890-A/1961, que autoriza a Companhia a operar por meio de subsidiárias e controladas contém a autorização para que a empresa constitua e, segundo o paralelismo das formas, aliene o controle acionário de tais empresas, ou seus ativos, no âmbito de processo de desinvestimentos motivado por decisão *interna corporis*;

(c) o procedimento adotado para as alienações de controle das controladas integrantes dos Lotes 7, 8 e 16 do Leilão “B3” foi erigido segundo as normas do regime licitatório previsto na Lei 13.303/2016 e no Regulamento de Licitações e Contratos da Eletrobras e não guarda relação com a hipótese de dispensa de licitação prevista no artigo 29, inciso XVIII da Lei 13.303/16; e

(d) as empresas cujo controle será alienado não foram inseridas no PPI, o que afasta a adoção da modalidade de leilão especificamente prevista na legislação do PND, embora a licitação no modo fechado, ora referida como Leilão “B3”, guarde estrita pertinência com o leilão de desestatização *stritu sensu*.

431. Assim, o escritório entende que o Programa de Desinvestimentos da Eletrobras não foi impactado pela Medida Cautelar do STF, podendo ser levado adiante nos termos em que fora concebido (peça 76, p. 26).

432. Dado o exposto, passa-se a tecer breves comentários sobre o assunto.

433. No que concerne ao leilão para realização de desinvestimentos em SPEs, nota-se que, dos dezessete lotes do certame, três deles possuem SPEs cujo controle majoritário pertence ao grupo Eletrobras, são eles os Lotes 7, 8 e 9 (vide Tabela 1). Em termos de representatividade, esses lotes somados encerram um valor mínimo aproximado de R\$ [REDACTED] milhões, o que representa cerca de 30% do total estimado como valor mínimo para o leilão, conforme se depreende da Tabela 3.

434. Para os outros quatorze lotes do leilão, que representam 70% do total estimado de valor mínimo, não haveria qualquer implicação direta da Medida Cautelar proferida pelo STF, tendo em vista que se tratam de alienações de participações minoritárias em SPEs, o que não fez parte do entendimento liminarmente proferido pela Suprema Corte.

435. Sobre a alienação dos Lotes 7, 8 e 9, os pareceres apresentados pela Eletrobras, tanto de sua área jurídica, quanto o contratado vão no sentido de que estes lotes também não teriam sido atingidos pela liminar do Supremo (peça 76).

436. Tal posicionamento se mostra consentâneo com entendimento outrora firmado pelo TCU mediante Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, da relatoria do Min. José Múcio, que, ao apreciar a Sistemática do Programa de Desinvestimentos da Petrobras, assinalou que não haveria necessidade de autorização legislativa para a alienações de participações acionárias inseridas no âmbito do programa de desinvestimentos da petroleira.

[Voto condutor do Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, Relator Min. José Múcio]:

(...)

10. Em relação à autorização legislativa para as alienações inseridas no programa de desinvestimento da Petrobras, entendo não ser necessária.

11. Segundo a Constituição Federal, a ordem econômica do País é fundada no princípio da livre iniciativa (art. 170). Nesse sentido, o **caput** do art. 173 da Carta Política permite a exploração direta da atividade econômica pelo Estado

somente “quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo” (com exceção aos casos previstos no próprio texto constitucional).

12. Seguindo essa premissa e tendo em vista que a natureza excepcional dessa intervenção impõe que sua autorização seja adequadamente avaliada e discutida, o art. 37, inciso XX, da Constituição Federal estabelece que, para as sociedades de economia mista, depende de autorização legislativa a criação de subsidiárias e a participação em empresas privadas (o que, para a Petrobras, ocorreu por meio do art. 64 da Lei 9.478/1997, Lei do Petróleo). Assinalo que não há indicação expressa quanto ao caminho contrário – alienações de subsidiárias ou de participações em sociedades.

13. Dessa forma, as ações de desinvestimento realizadas pela Petrobras constituem tão somente o desfazimento dessa condição de excepcionalidade e o retorno à não interferência do Estado na economia, não havendo exigência de autorização legislativa para a venda das subsidiárias.

437. De igual modo, conforme já assinalado na instrução pretérita (peça 28), o entendimento da Eletrobras de que não se aplicaria o regime do PND à venda de participações em SPEs também se mostra consentâneo com o disposto no Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, da relatoria do Min. José Múcio, que, ao apreciar a Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras, não viu identidade entre os objetivos do programa de desinvestimento da Estatal – as quais possuíam caráter interno, relativo às finanças da companhia, com a busca de aumento da liquidez de curto prazo e a consequente redução de sua alavancagem – e os objetivos fundamentais do PND, enumerados nos incisos do art. 1º da Lei 9.491/1997.

[Voto condutor do Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, Relator Min. José Múcio]:

(...)

14. Também entendo não ser aplicável, para os negócios em apreço, o rito estabelecido na Lei 9.491/1997 (Programa Nacional de Desestatização, PND).

15. Primeiro, há que se considerar que o PND foi criado em um contexto em que a União almejava obter recursos de alienações de ativos e de estatais, bem como reduzir os investimentos nessas empresas, com o fim principal de diminuir o montante da dívida pública.

16. Nesse sentido, não vejo identidade entre os objetivos do programa de desinvestimento da Petrobras – que têm caráter interno, relativo às finanças da companhia, com a busca de aumento da liquidez de curto prazo e a consequente redução de sua alavancagem – e os objetivos fundamentais do PND, enumerados nos incisos do art. 1º da Lei 9.491/1997, que denotam finalidades mais abrangentes, atinentes à economia brasileira como um todo. Entre eles, cito, a título de exemplo, “reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público”, “contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e da redução da dívida pública líquida” e “contribuir para a reestruturação econômica do setor privado, especialmente para a modernização da infraestrutura e do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia, inclusive através da concessão de crédito”.

17. No que interessa ao presente processo, a aludida lei (no art. 2º, § 1º, alínea “a”) define, como uma das hipóteses de desestatização, “a alienação, pela União, de direitos que lhe assegurem, diretamente ou através de outras controladas, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade” (grifos acrescidos). Nas alienações inseridas no contexto de desestatização, a vontade da União de fazê-lo é expressa por meio de Decreto do Presidente da República, que decide sobre o objeto a ser privatizado após a recomendação pelo Conselho Nacional de Desestatização (art. 6º, inciso I).

18. Assim, a utilização das regras do PND é obrigatória quando o Chefe do Poder Executivo Federal faz uso de prerrogativa que lhe foi conferida pelo legislador e decide, dentro de uma estratégia mais ampla de governo, alienar determinada empresa ou ativo da União.

19. Por outro lado, entre os casos passíveis de desestatização seguindo o rito do PND, conforme o art. 2º, **caput** e incisos, da Lei 9.491/1997 (a seguir transcrito), não se enquadram os ativos e empresas que serão ou foram alienadas no programa de desinvestimentos da Petrobras:

“Art. 2º Poderão ser objeto de desestatização, nos termos desta Lei:

I - empresas, inclusive instituições financeiras, controladas direta ou indiretamente pela União, instituídas por lei ou ato do Poder Executivo;

II - empresas criadas pelo setor privado e que, por qualquer motivo, passaram ao controle direto ou indireto da União;

III - serviços públicos objeto de concessão, permissão ou autorização;

IV - instituições financeiras públicas estaduais que tenham tido as ações de seu capital social desapropriadas, na forma do Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987.

V - bens móveis e imóveis da União.”

20. Um exemplo disso é a Petrobras Distribuidora (BR), que, embora seja empresa controlada indiretamente pela União, não foi instituída por lei ou ato do Poder Executivo, como é o caso previsto no inciso I, mas sim por meio de ato da Assembleia Geral Extraordinária da Petrobras, que aprovou sua constituição. Outros exemplos são os direitos de exploração em campos de petróleo, que, por se referirem a exercício de atividade econômica, não podem ser considerados serviços públicos, não se enquadrando, assim, no inciso III.

21. Desse modo, a inclusão de determinada alienação no PND tem com requisitos seu enquadramento nos objetivos básicos do programa e nas hipóteses do art. 2º da Lei 9.491/1997, assim como decisão expressa e formal do Presidente da República, demonstrando o claro interesse da União no negócio.

438. A despeito de o posicionamento apresentado pela Estatal à peça 76 estar em linha com o entendimento pretérito firmando no âmbito do TCU, mediante à decisão supra, entende-se que não caberia ao TCU cancelar eventual decisão da Administração da Eletrobras no sentido de dar seguimento à alienação de SPEs com participações majoritárias da Companhia.

9. CONCLUSÃO

439. A presente instrução tratou do acompanhamento do processo de desinvestimentos das Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras), em particular a alienação das participações acionárias do Grupo Eletrobras em Sociedades de Propósito Específico, objeto de leilão público a ser realizado pela Companhia, e a análise da resposta da Eletrobras à oitiva determinada pelo relator à peça 34, quanto às conclusões e recomendações do Relatório de Acompanhamento constante à peça 28.

440. Foram examinadas as avaliações econômico-financeiras das SPEs, sendo 59 de geração de energia eólica e 11 de transmissão de energia elétrica, bem como a minuta de edital do certame.

441. Foram apresentadas duas avaliações econômico-financeiras para cada SPE, uma pela equipe do Departamento de Gestão de Investimentos (DFPI) da Eletrobras e outra pelo banco BTG Pactual, contratado como consultor financeiro externo independente. O objetivo de tal contratação foi o de fornecer “uma visão de valor das SPEs pela perspectiva do mercado/comprador”

442. Foi constatado que houve bastante troca de informação entre Eletrobras e BTG, tanto de documentos formais, tais como Contratos de Concessão, Contratos de O&M, Portarias e Demonstrações Contábeis, como de informações disponíveis nos Planos de Negócios, tendo sido utilizados muitos dados comuns em ambas avaliações, motivo pelo qual a diferença entre elas restou bastante reduzida.

443. Nessa linha, observou-se que houve intercâmbio dos valores de venda da energia no mercado livre e de dados usados para projeção dos custos operacionais. O parâmetro de projeção do preço da energia, aliado o custo de capital próprio utilizado como taxa de desconto, é uma das premissas mais relevantes que poderia diferenciar as avaliações, motivo pelo qual entendeu-se que esse parâmetro não deveria ser compartilhado.

444. Consequentemente, fez-se necessária **determinação à Eletrobras no sentido de que esta demande ao seu consultor financeiro a alteração das avaliações econômico-financeiras das SPEs de geração utilizando previsão própria de preço de energia de longo prazo, seja ela realizada pelo próprio consultor ou empresa contratada por este, desde que essa não seja a mesma contratada pela Eletrobras para o mesmo fim.**

445. Ainda, para prevenir novas situações similares, entendeu-se oportuno **recomendar à Eletrobras que preveja em seus normativos que regem os processos de desinvestimentos que a etapa da avaliação interna seja feita de modo independente da avaliação externa, sem que os responsáveis pela aquela tenham conhecimento desta e vice-versa.**

446. Dos resultados obtidos pelas avaliadoras, foi calculada a média e, quando cabível, adicionado um prêmio pelo controle da SPE, chegando ao preço mínimo de venda. Foi verificada fragilidade no valor de prêmio de controle estabelecido, já que este foi embasado em apenas uma transação anterior. Assim, **propôs-se que, em próximas avaliações econômico-financeiras, o prêmio estabelecido pelo controle acionário das empresas a serem vendidas seja embasado em um maior número de transações similares e ainda com a prática do mercado acionário brasileiro.**

447. Foi feito o exame das principais premissas empregadas nas avaliações, cuja aplicação se dá de maneira transversal a todas as SPEs, tais como: custo de capital próprio, projeção de longo prazo do preço da energia eólica no mercado livre e projeção das despesas operacionais.

448. Ademais, foi selecionada amostra por critério de materialidade e se aplicaram alguns testes de higidez e consistência das avaliações, tais como: conferência dos principais dados de entrada, tais como: garantia física dos parques, RAPs atualizadas, contratos existentes; compatibilização com as demonstrações financeiras atualizadas; e conferência com os demais documentos disponibilizados no *data room*, tais como planos de negócios e acordo de acionistas.

449. A análise dos *valuations* encontrou alguns erros e impropriedades em algumas das avaliações, tendo divergência entre as avaliadoras em dados de entrada das projeções, tais como informações de financiamentos já contratados, regime tributário das SPEs, direito a benefícios fiscais e capacidade instalada de parque eólico.

450. Tais achados foram enviados à Eletrobras por meio do Ofício 169/2018-TCU/SeinfraElétrica, de 22/6/2018, para justificativas e/ou correção. A empresa respondeu ao expediente em 28/6/2018 (peça 74), relatando as providências tomadas para correção ou justificando algumas das impropriedades.

451. Não obstante, entendeu-se oportuno **propostas de encaminhamento no sentido de determinar essas correções para cada uma das falhas apontadas**, além de fazer-se necessário **encaminhar proposta de determinação para que a Eletrobras revise e compare as avaliações de todas as SPES realizadas pela Estatal e pelo consultor financeiro, a fim de corrigir, além das impropriedades acima indicadas, outras que porventura ocorram, sejam elas erros formais ou premissas inadequadas como as aqui apontadas**.

452. Ademais, foi verificada a falta de rastreabilidade de aspectos da avaliação econômico-financeira das SPE adotados pelo consultor financeiro BTG, dentre esses, a principal variável de avaliação, o custo de capital próprio (Ke). Entendeu-se, portanto, oportuno **propor determinação à Eletrobras, no sentido de que a Estatal exija junto ao BTG, as bases que fundamentam o cálculo dos parâmetros “Custo de Capital Próprio” e “prêmio de risco em função do tamanho/liquidez” adotados em suas avaliações, ante a ausência de motivação técnica transparente para os valores apresentados pelo banco, buscando rastreabilidade aos fatores que compuseram sua avaliação**.

453. A análise da **minuta de edital**, por seu turno, identificou algumas oportunidades de melhoria. Em função disso, foram elaboradas recomendações quanto aos respectivos pontos, de modo a permitir o saneamento/aprimoramento do documento quando de sua efetiva publicação.

454. Tais recomendações de melhorias foram encaminhadas à Eletrobras pelo Ofício 169/2018-TCU/SeinfraElétrica (peça 42). A nova minuta de edital enviada em 25/6/2018 (peça 56), por e-mail, contempla todas as sugestões apontadas, as quais foram analisadas no bojo dessa instrução. Dessa forma, não foram feitas recomendações quanto à minuta de edital.

455. Foi verificado o cumprimento da proposta de recomendação da instrução precedente (peça 28) à Eletrobras no sentido de que no edital do leilão a Estatal: (i) não estabeleça exigências que possam, de alguma forma, admitir condições que comprometam, restrinjam ou frustrem o caráter competitivo do processo; (ii) preveja a ampla disponibilização de respostas a questionamentos dos participantes; e (iii) disponibilize *data room* com informações necessárias e suficientes para que os participantes possam fazer suas ofertas, tendo em vista os princípios da competitividade, isonomia, transparência, publicidade e impessoalidade.

456. Quanto à análise da resposta da Eletrobras à oitiva determinada pelo Despacho do Relator, Ministro Aroldo Cedraz, de 30/5/2018 (peça 34), a Estatal se comprometeu a acatar as propostas de determinações e recomendações do Relatório de Acompanhamento (peça 28), e a análise permitiu concluir que os principais riscos apontados na instrução anterior foram mitigados. No entanto, como ainda não foi publicado o novo documento de Sistemática de Desinvestimentos pela Estatal, e tendo em vista que nem todas as propostas foram acatadas em sua integralidade, **sugeriu-se a manutenção da proposta de encaminhamento da instrução precedente (peça 28), apenas ajustando o prazo para alteração formal da Sistemática de Desinvestimento para noventa dias**.

457. Em especial, foi realizada análise da alienação da participação Eletrobras na SPE Intesa (49%), tendo como foco a questão jurídica da inviabilidade de competição no caso concreto.

458. A Eletrobras classifica a venda de sua participação na Intesa como inviabilidade de licitação em razão de não haver prazo para a realização de certame dentro do prazo de validade da proposta da Equatorial para a compra das suas ações na SPE, que era de sessenta dias.

459. No entanto, com fundamento no art. 28, inciso II, § 4º, da Lei 13.303/2016, não se vislumbrou que a alienação da participação da Eletrobras na Intesa (de 49%) seja um caso de inviabilidade de procedimento competitivo, posto que não existem, por exemplo, cláusulas de *drag along* no acordo de acionista. Além disso, entendeu-se que a oferta de *tag along* do proponente, com prazo de validade de sessenta dias, por si só, não teria o condão de caracterizar a inviabilidade de competição, ao contrário, poderia sinalizar a atratividade do ativo.

460. Adicionalmente, quanto à suposta inviabilidade fática de licitar, alegada pela Eletrobras, em razão de

não haver prazo para a realização de licitação, salientou-se que, no presente momento a empresa se encontra mobilizada para a realização do Leilão Eletrobras 001/2018, destinado à alienação da participação de empresas do Sistema Eletrobras em setenta SPEs, objeto deste processo de acompanhamento. Portanto, não se vislumbrou nesse caso a existência de *periculum in mora* reverso, posto que tais ações poderiam ser alienadas no bojo do próprio leilão.

461. Nesse sentido, propôs-se **determinar que a Estatal se abstenha de realizar a operação de venda bilateral da Intesa, por não se enquadrar em caso de dispensa do art. 28, inciso II, § 4º, da Lei 13.303/2016, posto que essas ações poderiam ser incluídas no bojo do próprio leilão que a empresa pretende realizar, razão pela qual será encaminhada proposta nesse sentido.**

462. Por fim, questionou-se a Eletrobras quanto a possíveis efeitos da medida cautelar proferida pelo Min. Ricardo Lewandowski, do Supremo Tribunal Federal (STF), no âmbito da Ação Direta de Inconstitucionalidade ADI-5624/DF (peça 75).

463. Em resposta, a procuradoria da Estatal, bem como seu assessor jurídico entendem que o Programa de Desinvestimentos da Eletrobras não foi impactado pela Medida Cautelar do STF, podendo ser levado adiante nos termos em que fora concebido (peça 76).

464. Nada obstante, salientou-se que a Medida Cautelar proferida pelo Min. Ricardo Lewandowski em 27/6/2018, no âmbito da ADI-5624/DF, encontra-se em pleno vigor, portanto, não se tem aqui a pretensão de discutir a matéria, posto que isso compete à Suprema Corte do país.

465. Nesse sentido, pretendeu-se tão somente apresentar o posicionamento da Companhia sobre as possíveis implicações da liminar ao seu Programa de Desinvestimentos, e trazer à luz posicionamentos precedentes dessa Corte de Contas, como forma de trazer subsídios à decisão que vier a ser adotada nesses autos.

466. A despeito de o posicionamento apresentado pela Estatal estar em linha com o entendimento pretérito firmando no âmbito do TCU, entendeu-se que não caberia ao TCU chancelar eventual decisão da Administração da Eletrobras no sentido de dar seguimento à alienação de SPEs com participações majoritárias da Companhia.

10. PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO

467. Ante o exposto, submetem-se os autos à consideração superior, propondo:

467.1. determinar à Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras), com fundamento no art. 43, I, da Lei 8.443/92 c/c art. 250, II, do Regimento Interno do TCU (RI/TCU) que:

467.1.1. antes da publicação do Edital do Leilão Eletrobras 001/2018:

467.1.1.1. exija junto ao BTG, as bases que fundamentam o cálculo dos parâmetros “Custo de Capital Próprio” e “prêmio de risco em função do tamanho/liquidez” adotados em suas avaliações, ante a ausência de motivação técnica transparente para os valores apresentados pelo banco, buscando rastreabilidade aos fatores que compuseram sua avaliação;

467.1.1.2. recalcule o valor do preço mínimo da Sociedades de Propósito Específico Manaus Transmissora de Energia S.A., considerando em sua avaliação o benefício fiscal da Sudam entre 2019 e 2028;

467.1.1.3. recalcule o valor do preço mínimo das Sociedades de Propósito Específicos Transmissora Matogrossense de Energia S.A e Companhia Transleste de Transmissão de forma a considerar em sua avaliação o desconto de adimplência nos financiamentos das Empresas;

467.1.1.4. revise todas as avaliações de ativos de geração eólica de forma a corrigir falhas quanto ao investimento bruto utilizado no cálculo do *overhaul*, em especial das empresas Chuí Holding S.A., Santa Vitória do Palmar Holding S.A.; e VamCruz I Participações S.A.;

467.1.1.5. demande ao seu consultor financeiro, o Banco BTG Pactual, que retifique sua avaliação considerando a taxa de financiamento correta dos financiamentos da Sociedades de Propósito Específico Brasventos Miassaba 3 Geradora de Energia S.A.;

467.1.1.6. demande ao seu consultor financeiro, o Banco BTG Pactual, que retifique suas avaliações para considerar as datas corretas do fim do prazo de autorização para estabelecer-se como Produtor Independente de Energia e/ou dos prazos dos contratos vigentes de venda de energia das seguintes Sociedades de Propósito

Específico: Pedra Branca S.A., São Pedro do Lago S.A., Sete Gameleiras S.A., Baraúnas I Energética S.A., Mussambê Energética S.A., Morro Branco I Energética S.A., e SPE Banda de Couro Energética S.A.;

467.1.1.7. revise e compare todas as avaliações de todas as SPEs realizadas pela área interna Eletrobras e pelo consultor financeiro, a fim de corrigir, além das impropriedades apontadas pelo TCU nos itens acima, outras que porventura venham a ser encontradas, sejam elas erros formais ou premissas inadequadas;

467.1.1.8. demande ao seu consultor financeiro a alteração das avaliações econômico-financeiras das SPEs de geração utilizando previsão própria de preço de energia de longo prazo, seja ela realizada pelo próprio consultor ou empresa contratada por este, desde que essa não seja a mesma contratada pela Eletrobras para o mesmo fim;

467.1.2. preveja, em até noventa dias, em seus normativos de suporte aos desinvestimentos:

467.1.2.1. que, nas situações que venham a ser enquadradas como oportunidade de negócio, somente deixe de promover processos competitivos após restar justificada a inviabilidade desses procedimentos, tendo em vista o disposto no art. 28, § 4º, da Lei 13.303/2016;

467.1.2.2. que a estipulação do preço mínimo nas vendas de participações em SPE seja utilizada não apenas no caso de leilão, mas também em vendas caracterizadas como oportunidade de negócio, de modo que a venda só ocorra se ultrapassado ou igualado o preço mínimo, evitando-se destruição de valor, tendo em vista os princípios da economicidade e da vantajosidade econômica;

467.1.2.3. que eventual edital do leilão (i) não estabeleça exigências que possam, de alguma forma, admitir condições que comprometam, restrinjam ou frustrem o caráter competitivo do processo; (ii) preveja a ampla disponibilização de respostas a questionamentos dos participantes; e (iii) disponibilize *data room* com informações necessárias e suficientes para que os participantes possam fazer suas ofertas, tendo em vista os princípios da competitividade, isonomia, transparência, publicidade e impessoalidade;

467.1.2.4. que, nos casos de contratação de assessor ou consultor financeiro para subsidiar seus processos de desinvestimentos, seja constituído processo específico de contratação, com realização de análise prévia pela área jurídica, caso a caso, quando for identificada hipótese de contratação direta, tendo em vista o art. 30, inciso II, alínea c, da Lei 13.303/2016 e os princípios da competitividade, transparência e impessoalidade; e

467.1.2.5. mecanismos no sentido de evitar que haja conflito de interesses entre os assessores/consultores financeiros e potenciais compradores no caso das alienações de participações societárias em SPE e em outros desinvestimentos, não apenas no caso de serem realizados por meio de leilão, mas principalmente nos casos em que sejam realizados com base na fundamentação de oportunidades de negócio, tendo em vista os princípios da economicidade e da seleção da proposta mais vantajosa;

467.1.3. dê conhecimento ao TCU sobre eventuais novos Programas de Desinvestimentos que pretenda realizar, assim que der início ao processo, de modo que o TCU possa avaliar a conveniência e a oportunidade de incluir ações em seu plano operacional, voltadas à fiscalização desse tipo de operação;

467.1.4. se abstenha de realizar a operação de venda da Intesa, por não se enquadrar em caso de dispensa do art. 28, inciso II, § 4º, da Lei 13.303/2016, posto que essas ações poderiam ser incluídas no bojo do próprio Leilão 001/2018 Eletrobras;

467.2. recomendar às Centrais Elétricas Brasileiras S.A., com fundamento no art. 250, III, do Regimento Interno do TCU (RI/TCU) que:

467.2.1. nos casos de venda de participações em SPE sem ser pelo formato do leilão, como no caso das chamadas oportunidades de negócio, proceda com a contratação de *fairness opinion* junto ao assessor ou consultor financeiro;

467.2.2. inclua nos normativos dos seus desinvestimentos previsões de modo a não haver subordinação de quem faz a avaliação do ativo à comissão de alienação, para evitar vieses na condução do processo;

467.2.3. nos processos de desinvestimentos, preveja em seus normativos mecanismos que impeçam a influência das avaliações externas nas avaliações internas e vice-versa, de modo a ter de fato avaliações com óticas distintas que permitam a estipulação de um preço mínimo adequado;

467.2.4. em relação ao cálculo do custo de capital da companhia, formalize critérios técnicos e/ou situações justificáveis para eventual modificação metodológica, definindo previamente a periodicidade de revisões,

buscando evitar risco de alterações em função de situações conjunturais;

467.2.5. em próximas avaliações econômico-financeiras, o prêmio estabelecido pelo controle acionário das empresas a serem vendidas seja embasado em um maior número de transações similares e ainda com a prática do mercado acionário brasileiro;

467.2.6. promova estudos no sentido de investigar outras formas de cálculo do beta da geração que possam fornecer valores mais aderentes à realidade desse tipo de ativo, como por exemplo a partir de empresas pertencentes ao setor de geração americano, com a posterior desalavancagem e realavancagem com as alíquotas brasileiras de impostos e a estrutura de capital ótima utilizada pela Eletrobras;

467.2.7. verifique as razões dos custos operacionais efetivos das SPEs de geração serem, em sua maioria, superiores aos valores esperados, constantes dos Planos de Negócio das Empresas;

467.2.8. em futuros processos de desinvestimentos, considere, na estipulação do preço mínimo, as avaliações efetuadas pelo método dos múltiplos;

467.3. restituir os autos à Unidade Técnica, tendo em vista o disposto nos itens 66 e 95.3 do Manual de Acompanhamento do TCU aprovado pela Portaria Segecex 27/2016, para prosseguimento do acompanhamento; e

467.4. encaminhar cópia à Eletrobras da decisão que vier a ser adotada, acompanhada do relatório e voto que a fundamentarem.”

É o Relatório.