

VOTO

Conforme consignado no Relatório precedente, 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. Este processo busca analisar a Sistemática de Desinvestimentos da Eletrobras e os procedimentos afetos ao futuro leilão de participações acionárias daquela empresa em 70 SPEs, divididas em 17 lotes, incluindo o exame sobre avaliações econômico-financeiras e minuta de edital, com o fito de mitigar o risco de sub ou superavaliações de ativos e de prevenir a ocorrência de irregularidades.

3. Ressalta-se que, atualmente, a Eletrobras detém participação em 178 SPEs, das quais 38 estão voltadas à construção e à exploração de ativos de transmissão e 137 cuidam de geração de energia. Como justificativa para o desinvestimento nas citadas 70 SPEs, a estatal aponta o objetivo estratégico de melhorar seu perfil de endividamento, reduzindo-se a relação “dívida líquida/EBITDA”.

4. Considero que o exame dos elementos do processo foi adequadamente realizado pelas Unidades Técnicas, podendo ser acolhido como minhas próprias razões de decidir, sem prejuízo das considerações que passo a tecer.

II

5. Na instrução à peça 28, as Unidades Técnicas voltam-se ao exame da fundamentação e da metodologia que embasam a Sistemática de Desinvestimentos da Eletrobras. Como parâmetro de análise, foram utilizados os riscos identificados na apreciação, por esta Corte, da Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras, conforme consignado nos Acórdãos 3.166/2016-TCU-Plenário e 442/2017-TCU-Plenário (rel. Ministro José Múcio).

6. No que tange à fundamentação jurídica, as unidades instrutivas divergem do posicionamento expressado em parecer dos assessores contratados pela Eletrobras, no sentido de que seria inaplicável o procedimento licitatório às alienações de participações que forem consideradas oportunidades de negócio. Asseveram que, nos precisos termos do art. 28, § 3º, inciso II, **in fine**, da Lei 13.303/2016, a dispensa de licitação, em casos de oportunidade de negócio, condiciona-se à demonstração de inviabilidade de procedimento competitivo. Ademais, a questão foi apreciada por esta Corte, nos termos do Voto condutor do Acórdão 2.645/2017-TCU-Plenário, concluindo-se que “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, § 3º, inciso II c/c § 4º) se for caracterizada a inviabilidade de competição” (grifei).

7. Em função do exposto, propõem que seja proferida determinação à Eletrobras para que **“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”**.

8. A instrução rebate ainda o argumento de que seria prescindível a realização de avaliação formal dos ativos a serem alienados, vez que a valoração das participações se faz necessária para determinação do valor mínimo de venda. De todo modo, considerando que a estatal contemplou em seus procedimentos a referida avaliação, mostra-se desnecessário avançar sobre o tema.

9. Demais disso, as unidades corroboram a opinião do parecer jurídico quanto a não aderência do processo de desinvestimento da Eletrobras às Leis 9.491/1997 e 13.334/2016, por se tratar de decisão típica de gestão empresarial, e não de políticas concebidas para atender os objetivos governamentais vigentes em um determinado cenário político e econômico. Ainda que guarde

restrições a essa linha argumentativa, acompanharei tal posição em homenagem ao princípio da colegialidade, ante o que restou decidido por esta Corte no Acórdão 442/2017-TCU-Plenário.

10. No que se refere à Sistemática de Desinvestimentos, esclarecem as unidades que se trata de documento, aprovado pela Diretoria e pelo Conselho de Administração da Eletrobras, que estabelece regras de governança, transparência e práticas para orientar a condução dos desinvestimentos de ativos em SPEs.

11. A Sistemática prevê a necessidade de aprovação da Diretoria e do Conselho de Administração em diversas etapas do processo, afastando o risco de que os órgãos diretivos não deliberem sobre o desinvestimento antes da assunção de obrigações ou posições vinculantes pela estatal. Além disso, apresenta quatro fases para a operacionalização dos desinvestimentos: i) estruturação do Programa de Desinvestimento; ii) desenvolvimento do Plano de Alienação de Ativo; iii) alienação do ativo; e iv) fechamento da alienação, em que ocorrerá a transferência das ações ou da participação societária.

12. Especificamente no que tange ao **valuation** dos ativos, as unidades enfatizam a inexistência de previsão para que os processos de desinvestimento contemplem independência entre as etapas de avaliação interna – realizada sob a ótica do vendedor – e avaliação externa – conduzida pela ótica do comprador, o que pode gerar viés. Nessa toada, propõem que seja endereçada **recomendação com vistas a que a Eletrobras aprimore seus normativos internos a fim de assegurar a dupla avaliação independente**, ante a constatação de que possivelmente ocorreu intercâmbio de informações entre o consultor financeiro e empregados da estatal e com vistas à estipulação de um preço mínimo de venda adequado. Adicionalmente, considerando informação da estatal de que o assessor financeiro não atestará o valor justo das alienações (**fairness opinion**), sob a justificativa de que a venda no formato de leilão marcará a mercado o valor do preço mínimo de cada um dos lotes, as unidades propõem **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**.

13. As unidades ressaltam ainda que a Eletrobras, em Comunicado ao Mercado que expressou a decisão pela realização de leilão para venda das 70 SPEs, informou que alienará as participações societárias por meio de certame somente nos casos em que os lances forem iguais ou superiores ao Preço Mínimo a ser estabelecido no edital, exceto quando surgirem oportunidades de negócio. Ante o entendimento de que o preço mínimo também deve ser utilizado em vendas caracterizadas como oportunidade de negócio, a fim de evitar destruição de valor para a estatal, propõem que seja proferida **determinação para que a Eletrobras preveja em seus normativos que, nas situações ora descritas, a venda só ocorra se ultrapassado ou igualado o preço mínimo**.

14. As unidades instrutivas sugerem, ainda, que seja **recomendado à Eletrobras que inclua previsões normativas de modo a não haver subordinação de quem faz a avaliação do ativo à comissão de alienação – responsável pela condução do processo**, a exemplo do previsto no art. 17 do Decreto 9.188/2017, ainda que não tenha sido constituída formalmente uma comissão de avaliação, com o fito de evitar vieses.

15. No que se refere à avaliação de riscos e medidas mitigadoras associados à Sistemática de Desinvestimento da Eletrobras, as unidades sustentam que a divulgação do leilão por meio de comunicado ao mercado e a inexistência de fase sigilosa de seleção de potenciais compradores mitigaram o risco de falta de transparência, mas entendem pertinente que, em atenção aos princípios da competitividade, isonomia, transparência, publicidade e impessoalidade, **seja determinado àquela estatal 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**.

16. Quanto ao risco de que o assessor financeiro seja escolhido sem consulta ao mercado, e considerando os procedimentos já adotados pela estatal nas contratações de consultoria financeira e de suporte ao processo de alienação, as unidades sugerem **determinar à Eletrobras que, 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.**

17. Quanto ao risco de conflitos de interesse, a despeito de a Eletrobras informar que o edital de leilão vedará a participação de pessoa jurídica que tenha elaborado estudos que serviram de base para o processo, bem como de pessoas a ela relacionadas, as unidades assinalaram que não foi prevista restrição similar ao assessor financeiro e para o caso de vendas enquadradas como oportunidade de negócio. Consequentemente, propõem que seja **determinado à Eletrobras que 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.**

18. Quanto ao risco de que a venda vá de encontro à economicidade ou vantajosidade econômica, as unidades consideram razoáveis os procedimentos da Eletrobras para cálculo de taxas de desconto a serem aplicadas no método do fluxo de caixa descontado. Todavia, visando a assegurar a perene adoção de critérios estritamente técnicos e uniformes, sem que ocorram revisões metodológicas casuísticas, propõem que seja **recomendado à estatal que promova a formalização quanto aos critérios 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.**

19. Por fim, as unidades ressaltam a presença de riscos nos desinvestimentos classificados como oportunidade de negócio e que não serão submetidos a leilão, por não haver competição apta a revelar a real valoração dos ativos pelo mercado. Enfatizam ainda a necessidade de exame mais aprofundado da venda da Intesa, alienação em estado avançado e não incluída na sistemática avaliada, ante possível conflito de interesse decorrente de o consultor financeiro ter participação na empresa que efetuou a compra.

20. Por despacho à peça 34, determinei a oitiva da Eletrobras acerca dos apontamentos e propostas de encaminhamento constantes da instrução inaugural deste processo.

III

21. Na instrução à peça 77, as unidades técnicas não apenas analisam a resposta à oitiva como também examinam as avaliações econômico-financeiras das 70 SPEs e a minuta de edital do leilão encaminhadas pela Eletrobras.

22. As unidades esclarecem que, das transações inicialmente consideradas como oportunidades de negócio, ou seja, as que não seriam levadas ao leilão, restaram apenas duas: Integração Transmissora de Energia (Intesa); e (ii) Reestruturação societária entre Copel e Eletrosul. Considerando que o segundo caso se trata apenas de descruzamento societário e sequer foi incluído no programa de desinvestimentos, as unidades o consideraram fora do escopo do acompanhamento, o que conta com minha anuência.

23. Ao analisar os riscos afetos ao processo de desinvestimento, as unidades identificam como remanescente o de que a venda não ocorra com vantajosidade econômica para a Eletrobras, por valoração inadequada dos ativos ou falta de interesse do mercado.

24. Quanto às avaliações econômico-financeiras, as unidades relacionam as principais premissas que foram analisadas de forma transversal ao grupo de SPEs: (i) custo de capital utilizado como taxa de desconto do modelo de fluxo de caixa; (ii) estimativas de preço futuro da energia elétrica

durante o prazo de concessão das SPEs; e (iii) metodologia para as projeções de despesas operacionais e financeiras (financiamentos). Foi ainda selecionada, por meio de critérios de materialidade e de discrepância entre as avaliações interna e externa, amostra de 35 SPEs para exame individual pormenorizado das planilhas de cálculo e das premissas adotadas. As unidades explicitam ainda que o preço mínimo corresponde à média aritmética dos resultados alcançados pelas avaliações interna e externa, as quais se utilizaram da metodologia do fluxo de caixa descontado do acionista.

25. Especificamente para alienações que envolvam transferência de controle acionário pela Eletrobras, as unidades destacam a fragilidade de o prêmio de controle estimado na avaliação interna ter por base uma única transação precedente – a venda da Intesa –, de modo que propõem **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.**

26. As unidades mostram ainda que, em 8 SPEs, o valor mínimo é inferior ao contábil, o que, em si, não implica desvantagem para a estatal, vez que o valor contábil não representa a expectativa de geração de receitas desses ativos.

27. Quanto ao cálculo do custo de capital, as unidades assinalam fragilidades nas justificativas para algumas das premissas adotadas pelo avaliador externo, que não as embasou em metodologias e técnicas consagradas, o que dificulta a rastreabilidade dos fatores que compuseram a avaliação. Nesse sentido, propõem que seja **determinado 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.** Na mesma linha, as unidades observam que o avaliador externo, ao estimar o prêmio de Risco País, considerou um prêmio de risco relacionado ao tamanho das empresas, o que não encontra respaldo teórico no modelo de precificação adotado, o que as levou a propor que seja **determinado 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**

28. Adicionalmente, as unidades consideram razoável e justificável a metodologia adotada para estimação dos parâmetros beta para segmentos de geração e transmissão, a despeito das dificuldades elencadas no Relatório precedente. Ainda assim, divisam oportunidades de melhoria, refletidas em proposta de **recomendação à Eletrobras para que, em 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.**

29. Adentrando aos demais parâmetros de entrada do fluxo de caixa, o exame da projeção de despesas operacionais levou as unidades à conclusão de que o critério adotado é o que melhor reflete os custos futuros das SPEs. Todavia, constou-se que os custos efetivos excedem, em sua maioria, os valores constantes dos Planos de Negócios das empresas, de sorte que as unidades propõem **recomendação à Eletrobras para que verifique as razões dessa ocorrência.**

30. No que tange ao preço da energia no longo prazo, o principal apontamento das unidades diz respeito ao fato de o avaliador externo utilizar-se da projeção contratada pela Eletrobras, em vez de realizar sua própria estimativa, o que mais uma vez fere a independência esperada das avaliações. A questão é endereçada pelas unidades por intermédio de proposta de **determinação à estatal para 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.

31. Ademais, ao comparar os valores obtidos por fluxo de caixa descontado com os resultados da análise de múltiplos de mercado, verificou-se que as avaliações se encontram dentro da margem estabelecida pelo mercado. Considerando que a avaliação relativa, por múltiplos, também encontra respaldo na literatura especializada, as unidades sugerem que seja proferida **recomendação à Eletrobras para que considere, na estipulação de preço mínimo em processos de desinvestimentos, as avaliações efetuadas pelo método dos múltiplos.**

32. Passando à análise individualizada de SPEs, conduzida por amostragem, as unidades identificam lapso no cálculo do **overhaul** (recondicionamento de equipamentos) de ativos de geração, que deveria considerar o valor do imobilizado bruto no momento de início do funcionamento, sobre o qual a Eletrobras já sinalizou que corrigirá. Ainda assim, propõem que seja **determinado à estatal 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.**

33. No caso da SPE Manaus Transmissora de Energia S.A., as unidades apontam inconsistência na avaliação interna, que desconsiderou o benefício fiscal da Sudam entre os anos de 2019 e 2028. A despeito de a Eletrobras informar que recalculará o valor da SPE considerando o referido benefício, as unidades propõem **determinação à estatal para que corrija a falha.**

34. As unidades elencam ainda inconsistências afetas a: taxa de financiamento com o BNDES na SPE Brasventos Miassaba 3; data de término de autorização nas SPEs Pedra Branca, São Pedro do Lago, Sete Gamelarias, Baraúnas I, Mussambê, Morro Branco I e Banda de Couro; datas de início e término do CER (Contrato de Energia de Reserva) nas SPEs Mussambê e Morro Branco I; e taxa de desconto por adimplência na SPE Transleste. Ainda que a Eletrobras tenha informado que corrigirá as questões apontadas, as unidades propõem que sejam proferidas determinações corretivas e que seja **determinado à estatal que revise e compare as avaliações de todas as SPEs realizadas pela Estatal e pelo consultor financeiro, a fim de corrigir, além das impropriedades indicadas, outras que porventura ocorram, sejam elas erros formais ou premissas inadequadas como as aqui apontadas.**

35. As unidades avançam no exame da efetiva independência das avaliações interna e externa, ante todas as constatações efetuadas neste acompanhamento, que revelaram troca de informações entre a Eletrobras e o consultor financeiro e a consequente similitude dos resultados obtidos. Retomando a posição já expressada na instrução anterior, reforçam proposta de recomendação sobre o tema, para que a estatal **adote 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.**

36. Quanto ao exame da minuta de edital do leilão, as unidades relacionam oportunidades de melhoria identificadas ao longo do acompanhamento e já acatadas espontaneamente pela Eletrobras, o que revela a conveniência do exame concomitante ora realizado por esta Corte, com o fito de minimizar possíveis retardos ao longo do processo.

37. Quanto ao exame da oitava referente à instrução anterior, de forma geral, a Eletrobras informou que seguirá todas as orientações e determinações sugeridas naquela peça. Ainda assim, as unidades mantêm as propostas efetuadas na instrução anterior, com pequenos ajustes, bem como sugerem que seja determinado à estatal 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.**

38. Por fim, as unidades aprofundam a análise da venda da Intesa para a empresa Equatorial Energia S.A., tal como propuseram na instrução anterior. Ainda que reconheçam que a operação não evidencia resultado antieconômico para a Eletrobras, as unidades afastam a caracterização da venda como oportunidade de negócio prevista no art. 28 da Lei das Estatais, vez que não foi comprovada a inviabilidade de se adotar procedimento competitivo, incluindo a Intesa no leilão vindouro. Nessa linha, propõem **determinação à Eletrobras para que 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, eis que essas ações poderiam ser incluídas no bojo do próprio leilão que a empresa pretende realizar.**

39. Tratou-se ainda dos potenciais efeitos da Medida Cautelar adotada pelo Supremo Tribunal Federal nos autos da Ação Direta de Inconstitucionalidade 5624/DF, 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.

40. Questionada sobre os efeitos da referida medida no programa de desinvestimentos, a Eletrobras entende que, sob o ponto de vista estritamente jurídico, a cautelar não impede a alienação das SPEs em leilão. Ainda sobre o tema, as Unidades Técnicas explicitam que, das SPEs a serem alienadas, em três lotes há empresas cujo controle acionário pertence à Eletrobras, as quais a estatal entende, igualmente, não serem afetados pela decisão. De todo modo, não compete a esta Corte precisar os efeitos de cautelar do Pretório Excelso, cabendo à estatal decidir se levará adiante a venda das SPEs em que detém controle.

IV

41. Todas as propostas formuladas contam com minha concordância. Ainda que a Eletrobras tenha sinalizado a implementação de algumas propostas sugeridas pelas unidades técnicas, entendo pertinente consolidá-las como deliberação desta Corte, especialmente por não haver sido publicado o edital do leilão. Ademais, o exame ora conduzido não apenas tem o condão de fiscalizar uma operação em curso, como também o de orientar a fiscalização de futuros desinvestimentos não apenas pela estatal do setor elétrico, como também de outras empresas públicas e sociedades de economia mista.

42. Não poderia, antes de encerrar este Voto, deixar de prestar justo reconhecimento ao trabalho tempestivo, profundo e detalhado produzido pela SeinfraElétrica e pela SecexEstataisRJ, digno de elogios às equipes envolvidas.

Ante o exposto, VOTO no sentido de que o Tribunal adote a deliberação que ora submeto à apreciação deste Colegiado.

TCU, Sala das Sessões Ministro Luciano Brandão Alves de Souza, em tagDataSessao.

AROLDO CEDRAZ
Relator