



RELATÓRIO DE MODELAGEM DA DESESTATIZAÇÃO CEB DISTRIBUIÇÃO S.A.





Ao

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES

Edifício de Serviços Juvenal Osório Gomes – EDSERJ

Avenida República do Chile, nº 100, Centro

Rio de Janeiro – RJ, CEP 20031-917

At.: Sr. Leonardo Mandelblatt

Ref.: CONTRATO OCS Nº 009/2020
CONTRATO SRM Nº 4400004119

Assunto: Relatório de Modelagem da Desestatização da CEB Distribuição S.A.

Prezados Senhores,

Fazemos referência ao Contrato OCS Nº 009/2020 / Contrato SRM Nº 4400004119 (“Contrato”), firmado entre o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e o Consórcio Nova CEB, cujo objeto é a prestação de serviços necessários para a desestatização da CEB Distribuição S.A., detentora do contrato de concessão de serviço público de distribuição de energia elétrica no âmbito do Distrito Federal, conforme especificações constantes do Termo de Referência (Anexo I do Edital do Pregão Eletrônico nº 42/2019 – BNDES) e da proposta apresentada pelo Consórcio, considerando o objetivo de realização da alienação de ações da Companhia, com a transferência do controle acionário (“Operação”).

Nos termos do item 3.2.7 do supracitado Termo de Referência, servimo-nos da presente para submeter o Relatório de Modelagem da Desestatização (“Relatório”) de que trata o referido item, contemplando um descritivo das características relevantes do ativo, sua avaliação econômico-financeira, e a proposição da sistemática de desestatização, entre outros fatores atinentes à estruturação da Operação.

Este Relatório foi elaborado com o propósito de subsidiar as decisões da Alienante (conforme definida no Contrato) no que diz respeito ao processo de desestatização em referência. Caso terceiros tenham acesso ao Relatório, ele deverá ser disponibilizado em



sua completude, preservando sua integridade e o entendimento das ressalvas, limitações e salvaguardas aplicáveis.

Sendo o que nos cabia para o momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais necessários.

Atenciosamente,

CONSÓRCIO NOVA CEB

Ricardo Augusto Justo Jacobucci

Mikael Martins Silva



SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	7
1.1	OBJETIVO	7
2	CONTEXTO REGULATÓRIO E OPERACIONAL	9
2.1	ASPECTOS REGULATÓRIOS	9
2.1.1	VISÃO GERAL.....	9
2.1.2	ÓRGÃOS REGULATÓRIOS E SUAS ATRIBUIÇÕES	10
2.1.3	AMBIENTES DE CONTRATAÇÃO.....	11
2.1.4	DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA NO BRASIL.....	12
2.1.5	CENÁRIO REGULATÓRIO DA COMPANHIA	13
2.2	ASPECTOS OPERACIONAIS	15
2.2.1	VISÃO GERAL.....	15
2.2.2	CARACTERÍSTICAS DA CONCESSÃO	16
2.2.3	ESTRUTURA SOCIETÁRIA E GOVERNANÇA	18
3	RESULTADOS DAS AVALIAÇÕES ECONÔMICO-FINANCEIRAS E PREÇO MÍNIMO	20
3.1	RESULTADOS DOS VALUATIONS	20
3.2	DETERMINAÇÃO DE UM PREÇO ÚNICO DE REFERÊNCIA	21
4	NECESSIDADE DE APORTES	23
5	PONTOS CRÍTICOS.....	24
5.1	ASPECTOS SOCIETÁRIOS.....	24
5.1.1	CISÃO E REDUÇÃO DE CAPITAL.....	24
5.2	ASPECTOS OPERACIONAIS	28
5.2.1	PDV.....	28
5.2.2	RISCOS DE DESCUMPRIMENTO DE COVENANTS.....	28
5.3	ASPECTOS FINANCEIROS	29
5.3.1	DÉBITOS DE ICMS.....	29
5.4	ALTERAÇÕES LEGISLATIVAS RECENTES	30
5.5	RECOMENDAÇÕES.....	31
6	SISTEMÁTICA DE DESESTATIZAÇÃO.....	34
6.1	VENDA DE 100%	35
6.1.1	FUNDAMENTOS TEÓRICOS – CONCEITOS	35
6.1.2	FUNDAMENTOS TEÓRICOS – APLICAÇÃO AO CASO DA COMPANHIA.....	36
6.1.3	EVIDÊNCIAS ESTATÍSTICAS SOBRE PRÊMIO DE CONTROLE.....	37
6.1.4	MARKET SOUNDING	38
6.1.5	CAPTURE DE VALOR NO LEILÃO	38
6.2	TIMING DA OPERAÇÃO.....	39
6.2.1	VISÃO GERAL DO MOMENTO DE MERCADO.....	39



6.2.2	<i>RESILIÊNCIA DO SETOR ELÉTRICO</i>	48
6.2.3	<i>IMPACTOS DA NÃO REALIZAÇÃO DA OPERAÇÃO</i>	49
6.3	SISTEMÁTICA DO LEILÃO	50
6.4	SISTEMÁTICA DO PERÍODO DE TRANSIÇÃO	54
6.5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	56
7	FORMA DE PAGAMENTO	59
8	OBRIGAÇÕES / GRAVAMES	60
9	OFERTA AOS EMPREGADOS	61
10	QUALIFICAÇÃO DE PROPONENTES	62
11	CRONOGRAMA	66
12	PRINCÍPIOS E RESSALVAS	67



ÍNDICES DE TABELAS

Tabela 1 – Número de Consumidores	16
Tabela 2 – Mercado (MWh)	17
Tabela 3 – Perdas na Distribuição.....	18
Tabela 4 – Resultado dos valuations	21
Tabela 5 – Perdas na Distribuição.....	22
Tabela 6 – Terrenos a serem vertidos para CEB Serviços	26
Tabela 7 – Terreno a ser vertido para a alienante	27
Tabela 8 – Terreno a ser permutado.....	27
Tabela 9 - Cronograma da Cisão	Error! Bookmark not defined.
Tabela 10 – Débitos de ICMS	30
Tabela 11 – Prêmios de controle médios para os 5 anos disponíveis mais recentes	37
Tabela 12 – Ofertas esperadas no mercado de capitais Brasileiro 1/2.....	47
Tabela 13 – Ofertas esperadas no mercado de capitais Brasileiro 2/2.....	48
Tabela 14 – Segestão de prazo	50
Tabela 15 – Cronograma resumido das próximas etapas.....	66

ÍNDICES DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Estrutura Societária	19
Gráfico 2 – Estrutura Atual	25
Gráfico 3 – Estrutura após a cisão parcial	25
Gráfico 4 – Variação do ágio em relação ao número de participantes	38
Gráfico 5 – Retomada dos principais índices nessa pandemia	40
Gráfico 6 - Respostas econômicas anunciadas durante a pandemia X crise financeira de 2008....	41
Gráfico 7 – Valorização dos principais índices Americanos.....	41
Gráfico 8 – Captação Líquida dos FIAs.....	42
Gráfico 9 – Evolução das pessoas físicas na Bolsa	42
Gráfico 10 – Trajetória da Inflação.....	43
Gráfico 11 – Trajetória dos juros (SELIC)	43
Gráfico 12 – Curva DI	44
Gráfico 13 – Curva NTN-B.....	44
Gráfico 14 – Volume Líquido por tipo de investidor na Bolsa	45
Gráfico 15 – Valores acumulados por tipo de investidor na bolsa	46
Gráfico 16 – Evolução dos índices setoriais	49



1 INTRODUÇÃO

1.1 OBJETIVO

O presente Relatório de Modelagem da Desestatização (“Relatório”) referente à CEB Distribuição S.A. (“Companhia” ou “CEB-D”) foi elaborado no âmbito do Contrato OCS N° 009/2020 / Contrato SRM N° 4400004119 (“Contrato”), firmado entre o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES (“BNDES”) e o Consórcio Nova CEB, cujo objeto é a prestação de serviços necessários para a desestatização da Companhia (“Operação”). O propósito deste Relatório é a apresentação da proposta de desestatização da Companhia, abrangendo, entre outros aspectos, os seguintes:

- Características e definições resultantes do Modelo Institucional e de Gestão do Setor Elétrico Brasileiro, bem como os mecanismos introduzidos na legislação aplicável vigente, entre os quais as Leis Federais nº 8.987/1995, 9.074/1995, 9.427/1996, 10.438/2002, 12.783/2013, e 13.360/2016, bem como nos atos normativos expedidos pela ANEEL;
- Recomendação com relação ao valor da Companhia, obtido por meio da metodologia de fluxo de caixa descontado da firma, considerando os resultados das duas avaliações econômico-financeiras independentes, sendo a primeira realizada pelo consórcio Nova CEB elaborada no âmbito do Contrato, e a segunda realizada pelo Consórcio BR/LMDM Power, nos termos do Contrato OCS N° 10/2020 (Contrato SRM 4400004125) firmado com o BNDES em 24/01/2020, bem como a conclusão no sentido da desnecessidade de ajustes e/ou de aportes para viabilizar seu processo de desestatização;
- Identificação de pontos críticos, ajustes necessários e recomendações ao processo de desestatização da Companhia;
- Proposição de sistemática de desestatização adequada considerando a legislação vigente e as diretrizes estratégicas da Companhia Energética de Brasília, acionista controladora da Companhia, e por sua vez controlada pelo Governo do Distrito Federal (“Alienante”), de forma a trazer maior benefício econômico e maior possibilidade de sucesso da desestatização;



- Proposição de forma de pagamento, observadas as disposições legais pertinentes;
- Levantamento de eventuais obrigações e/ou gravames envolvendo as ações de emissão da Companhia (“Ações”);
- Tratamento do tema da alienação das Ações numa oferta aos empregados e aposentados da Companhia, se esta fosse ocorrer;
- Avaliação sobre a conveniência de pré-qualificação dos candidatos interessados na aquisição das Ações, com a apresentação de proposta para os critérios de pré-qualificação; e
- Cronograma para o processo de desestatização.

Cumpre notar que o presente Relatório é o corolário de uma série de atividades desenvolvidas ao longo da Fase 1 (conforme esta é definida no Contrato), consolidando uma série de conclusões extraídas de diversos documentos elaborados neste contexto, nomeadamente (i) o Relatório de Due Diligence Contábil-Patrimonial; (ii) o Relatório de Due Diligence Jurídica; e, (iii) o Relatório de Avaliação Técnico-Operacional, Recursos Humanos, Atuarial, Previdenciária e Socioambiental, que por sua vez informaram as premissas pormenorizadas no Relatório de Premissas e Cenários Técnico-Operacionais e Regulatórios, que, finalmente, lastrearam as análises constantes do Relatório de Avaliação Econômico-Financeira da Companhia. Em prol da objetividade, o presente Relatório apresenta uma visão sintética dos supracitados estudos, de forma que um maior detalhamento pode ser obtido a partir do exame direto de cada um dos documentos específicos acima referidos.



2 CONTEXTO REGULATÓRIO E OPERACIONAL¹

2.1 ASPECTOS REGULATÓRIOS

2.1.1 VISÃO GERAL

No Brasil, o modelo de regulação para o setor de distribuição de energia é caracterizado por um regime de regulação pelo preço (price cap), conforme Lei nº 9.427/1996. A finalidade precípua dessa metodologia é a eficiência na prestação do serviço e a modicidade tarifária, com o propósito de maximizar os benefícios aos usuários do serviço. Uma regulação minuciosa do setor faz-se necessária, na medida em que a distribuição de energia se apresenta como um monopólio natural.

Dentro do segmento de distribuição, o gerenciamento da regulação pode ser dividido em seus aspectos econômicos e técnico-comerciais. Focando-nos no primeiro destes elementos, a regulação econômica, temos que ela compreende o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão por meio do estabelecimento de tarifas que devem ser suficientes para cobrir os custos não-gerenciáveis das empresas, vale dizer, energia e encargos, e os gerenciáveis, referentes às despesas operacionais e de investimentos, conforme determinam os contratos que regem cada área concessionada.

Segundo o contrato de concessão, a receita advinda pela tarifa de uma concessionária de distribuição de energia elétrica deve cobrir os custos associados a essa atividade, estando estes divididos em duas parcelas (A e B). A “Parcela A” envolve os custos relacionados às atividades de geração e transmissão de energia elétrica, além dos encargos setoriais, explicitamente indicados no contrato. Tratam-se de custos cujos montantes e preços, em certa medida, escapam à vontade ou gestão da distribuidora.

A “Parcela B” compreende o valor remanescente da receita, envolvendo os custos diretamente gerenciáveis pela distribuidora. São custos próprios da atividade de distribuição e de gestão comercial dos clientes, que estão sujeitos ao controle ou influência das práticas gerenciais adotadas pela concessionária, como, por exemplo, os custos

¹ Vide item 3.2.7, alínea a) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



operacionais (pessoal, materiais e serviços de terceiros), a remuneração do capital e a quota de depreciação.

O contrato de concessão também determina as formas de reajustes tarifários, englobando reajustes tarifários anuais (RTA), revisões tarifárias periódicas (RTP), que ocorrem a cada 4 ou 5 anos e, excepcionalmente, revisões tarifárias extraordinárias (RTE).

Nos processos tarifários ordinários (RTA e RTP) ocorre o reajuste dos custos de Parcela A e B. A diferença básica entre os processos é a forma de apuração da Parcela B (VPB). Enquanto no RTA há somente um reajuste pelo índice de inflação menos o Fator X₂, em processos de RTP a Parcela B é totalmente recalculada.

A regulação técnico-comercial é aplicada observando-se o estabelecimento dos indicadores de qualidade do serviço e as condições gerais de fornecimento de energia elétrica. Neste sentido, as empresas de distribuição estão sob controle constante para manterem seus níveis de qualidade e atendimento, e ficam sujeitas a penalidades em caso de descumprimento. As principais diretrizes técnicas e comerciais a serem seguidas estão descritas no Procedimento de Distribuição (PRODIST) da Resolução Normativa nº 414/2010.

2.1.2 ÓRGÃOS REGULATÓRIOS E SUAS ATRIBUIÇÕES

O setor elétrico brasileiro é regulado por órgãos públicos e instituições envolvidas em uma estrutura de governança. O primeiro elo da cadeia é o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), cujo objetivo é formular políticas e diretrizes para o setor de energia elétrica. Abaixo do CNPE, está o Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico (CMSE), responsável pelo monitoramento e avaliação permanente da continuidade e segurança do abastecimento energético do país. O CMSE tem representantes de todas as instituições do setor.

Diretamente vinculado ao CNPE e ao CMSE está o Ministério de Minas e Energia (“MME”), braço do Governo Federal responsável pelos minerais, energia e eletricidade. O MME, por

² Fator X – percentual calculado por metodologia específica que tem objetivo de compartilhamento de ganho de produtividade, metas de custos operacionais e de qualidade, para modicidade tarifária.



sua vez, trabalha em conjunto com a Empresa de Pesquisa Energética (EPE), que realiza estudos e pesquisas para o planejamento do setor de energia elétrica.

Abaixo da MME está a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), criada por meio da Lei nº 9.427/1996 e do Decreto nº 2.335/1997, que pertence à administração pública indireta e é o agente responsável pela regulamentação e supervisão do setor de energia elétrica, tendo como principais atribuições:

- Regular a geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica;
- Fiscalizar, diretamente ou mediante convênios com órgãos estaduais, as concessões, as permissões e os serviços de energia elétrica;
- Implementar as políticas e diretrizes do governo federal relativas à exploração da energia elétrica e ao aproveitamento dos potenciais hidráulicos;
- Estabelecer tarifas;
- Dirimir as divergências, na esfera administrativa, entre os agentes e entre esses agentes e os consumidores; e,
- Promover as atividades de outorgas de concessão, permissão e autorização de empreendimentos e serviços de energia elétrica, por delegação do Governo Federal.

Finalmente, temos duas instituições que são regulamentadas, fiscalizadas e auditadas pela ANEEL: o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) e a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE).

O ONS é responsável pela coordenação e operação da geração e transmissão de energia elétrica no Sistema Interligado Nacional (SIN) e a CCEE tem a missão de viabilizar a compra e venda de energia elétrica no país. Além disso, a CCEE é responsável pela operação do Mercado Brasileiro de Energia Elétrica.

2.1.3 AMBIENTES DE CONTRATAÇÃO

Os principais objetivos do modelo implementado para o setor de energia brasileiro são garantir tarifas justas de eletricidade e garantir o fornecimento de energia. Como esses objetivos são potencialmente conflituosos, esse modelo procura satisfazê-los através da segmentação do mercado de demanda e oferta, conforme explicado a seguir.



Para garantir a expansão do fornecimento de energia, a Lei nº 10.848/2004 estabeleceu que todo consumo no sistema deve ser coberto a 100% por um contrato de fornecimento de energia, o que significa que deve haver contratos para o fornecimento de cada kWh consumido no sistema. Além disso, a demanda é segmentada em dois ambientes de contratação: o Ambiente de Contratação Regulado (ACR) e o Ambiente de Contratação Livre (ACL).

O ACR engloba as empresas de distribuição, caso da Companhia, e os conhecidos como consumidores "cativos", atendidos apenas por distribuidores locais, com tarifas de fornecimento de energia elétrica e condições reguladas pela ANEEL. O ACL engloba o que se conhece como consumidores "livres", com poderes para comprar energia de qualquer fornecedor, além das empresas de distribuição, e comercializadores, que podem comprar energia de qualquer fornecedor e vendê-lo para qualquer comprador, exceto consumidores cativos.

A lei brasileira fornece um terceiro ambiente de Contratação, denominado "Mercado de Curto Prazo". Por lei, consumidores e distribuidores devem contratar uma oferta suficiente para cobrir suas demandas por mês. Por outro lado, geradores e comercializadores precisam de lastro para cobrir os contratos de compra e venda que assinam. A compensação de contas entre consumo, compra e venda é feita no Mercado de Curto Prazo. Todas as diferenças são liquidadas pelo preço da Liquidação das Diferenças (PLD) calculado semanalmente.

Tanto a liquidação das diferenças quanto o cálculo do PLD são feitos pela Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE).

2.1.4 DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA NO BRASIL

Como mencionado acima, as empresas de distribuição de energia elétrica, tal como a Companhia, atuam eminentemente no ACR, com a venda de energia para consumidores cativos por meio de tarifas reguladas e determinadas pela ANEEL. A energia elétrica que se utiliza da rede de distribuição é de baixa tensão.



Como as distribuidoras não geram a sua própria energia elétrica e devem possuir lastro para a venda aos consumidores, todo o portfólio contratual de energia elétrica deve ser adquirido por meio de leilões regulados promovidos com frequência pela ANEEL.

A partir de 2004, com a edição da Lei nº 10.848/2004 e do Decreto nº 5.163/2004, ficou estabelecido que as concessionárias, as permissionárias, e as autorizadas do serviço público de distribuição de energia do SIN deveriam garantir, por meio de licitação, na modalidade de leilão, o atendimento à totalidade de seu mercado no ACR.

Com vistas à execução dessas contratações, a legislação estabeleceu que os leilões seriam regulados e realizados pela ANEEL. Tal delegação incluiu a faculdade de a ANEEL promovê-los diretamente ou por intermédio da CCEE.

Segundo a própria ANEEL, os leilões no ACR voltados para a aquisição de energia elétrica pelas empresas de energia possuem os seguintes objetivos: (i) contratar energia pelo menor preço possível (modicidade tarifária); (ii) atrair investidores para construção de novas usinas com vistas à expansão da geração; e (iii) reter a geração existente.

2.1.5 CENÁRIO REGULATÓRIO DA COMPANHIA

A Companhia tem como controladora a Alienante, cuja origem é a Companhia de Eletricidade de Brasília, oriunda do Departamento de Força e Luz da Novacap, criada em 16 de dezembro de 1968. A partir de 1992, a Alienante passou à denominação Companhia Energética de Brasília, obtendo concessões de gás canalizado em 1993 participações em consórcios de aproveitamento hidrelétrico a partir de 1994.

Em 2006, em atendimento ao disposto na Lei nº 10.848, de 15 de março de 2004, e na Resolução Autorizativa da ANEEL nº 318, de 14 de janeiro de 2005, a Alienante foi submetida a uma reestruturação societária (“desverticalização”), passando, respectivamente, as concessões de distribuição de energia elétrica no Distrito Federal, de geração das Usinas do Paranoá, Termoelétricas de Brasília e de geração da Usina de Queimado (parte da Alienante no Consórcio Cemig/CEB) para a Companhia e as empresas CEB Geração S.A. e CEB Participações S.A. – CEBPar.

Vale frisar que os contratos de concessão de distribuição de energia elétrica são firmados entre o Poder Concedente (União Federal), por meio de seu braço, a ANEEL, e as



distribuidoras, definindo direitos e obrigações para prestação de serviço público de distribuição de energia elétrica. O prazo geral das Concessões é de 20 (vinte) anos, podendo ser renovado por igual período.

Especificamente, o contrato de concessão do serviço público de distribuição de energia elétrica da Companhia foi firmado em 26 de agosto de 1999 (Contrato de Concessão nº 66/99). O Contrato de Concessão tem por objeto regular “a exploração do serviço público de distribuição de energia elétrica objeto da concessão de que é titular a concessionária (Companhia), no Distrito Federal.” O prazo inicial da vigência da concessão era até 07 de julho de 2015, com possibilidade de prorrogação pelo período de 20 (vinte) anos.

O modelo de regulação descrito na parte inicial do presente capítulo vem sendo aplicado desde o final dos anos 90, sendo frequentemente alterado a fim de se adequar às mudanças de cenário econômico e tecnológico. Uma de tais alterações foi o processo de renovação das concessões, objeto da Medida Provisória nº 579/2012, convertida na Lei nº 12.783, de 11 de janeiro de 2013, e que disciplinou a prorrogação das concessões de distribuição de energia elétrica. A Lei trouxe a seguinte redação em seu art. 7º:

“A partir de 12 de setembro de 2012, as concessões de distribuição de energia elétrica alcançadas pelo art. 22 da Lei nº 9.074, de 1995, poderão ser prorrogadas, a critério do poder concedente, uma única vez, pelo prazo de até 30 (trinta) anos, de forma a assegurar a continuidade, a eficiência da prestação do serviço, a modicidade tarifária e o atendimento a critérios de racionalidade operacional e econômica”.

O Decreto nº 8.461, de 2 de junho de 2015, regulamentou a prorrogação das concessões de distribuição de energia elétrica de que trata o art. 7º da Lei nº 12.783, por trinta anos, estabelecendo que a prorrogação se dará com vista a atender os critérios estabelecidos pelo poder concedente na intenção de melhorar a prestação do serviço para os usuários. De acordo com as diretrizes do decreto, os critérios que devem ser alcançados são: eficiência com relação à qualidade do serviço prestado, eficiência com relação à gestão econômico-financeira, racionalidade operacional e econômica, e modicidade tarifária.

Neste sentido, em 09 de dezembro de 2015, foi firmado o 4º Termo Aditivo ao Contrato de Concessão que, apesar de manter os principais termos, obrigações e condições da



prestação do Serviço Público de Distribuição, prorrogou o Contrato de Concessão para até 07 de julho de 2045, prazo vigente atualmente. Ou seja, a Companhia já fez uso da prerrogativa da prorrogação da concessão prevista pelo artigo 7º da Lei nº 12.783/2013.

Importante notar que, no caso de descumprimento de qualquer uma das metas anuais estabelecidas nos critérios de prorrogação da concessão, por dois anos consecutivos ou quaisquer das metas no final do período de cinco anos, será iniciado o processo de extinção da concessão, podendo, porém, o concessionário, apresentar um plano de transferência do controle societário como forma alternativa a essa extinção.

Dentro desse contexto, a Companhia teve seu contrato de concessão renovado em dezembro de 2015 e, portanto, está sujeita ao cumprimento dos indicadores econômicos, financeiros, e de qualidade, e na iminência de atingir o prazo de 5 anos desde a renovação, momento em que deverá cumprir todos os requisitos regulatórios ou expor-se à abertura de um processo de caducidade. Na medida em que a Companhia vem apresentando dificuldades no atingimento de tais metas, o presente processo de desestatização, que resultará na troca de controle da Companhia, adota contornos mais profundos, sendo imperativo para afastar em definitivo o risco de extinção da concessão, e os efeitos deletérios que isso traria à Alienante e, em última análise, ao Distrito Federal como um todo.

2.2 ASPECTOS OPERACIONAIS

2.2.1 VISÃO GERAL

A concessão outorgada à Companhia abrange todo o território do Distrito Federal e atende mais de 1,085 milhão de consumidores, sendo 41,39% do seu fornecimento faturado oriundo de clientes da classe residencial. Em 2019, a Distribuidora superou os 9.731 km de extensão de redes de distribuição de 15 KV.

Por força do 4º Termo Aditivo ao Contrato de Concessão, a data do Reajuste Tarifário anual da Companhia foi alterada de 26 de agosto para 22 de outubro e a Revisão Tarifária Ordinária passou a ocorrer com intervalo quinquenal.



2.2.2 CARACTERÍSTICAS DA CONCESSÃO

A área de concessão da Companhia tem uma extensão total de 5.801,937 km², dividida em 31 regiões administrativas e atendendo a uma população estimada de 3.039. 444 habitantes.

O número de consumidores em 2019 foi de 1.085.002, apresentando um aumento de apenas 0,38% em relação a dezembro de 2018. Esta variação foi menor do que a verificada em 2018, quando o crescimento foi de 2,40%, mantendo-se abaixo do crescimento histórico (2006-2016) de cerca de 2,29%.

TABELA 1 – NÚMERO DE CONSUMIDORES

Nº de Consumidores	2015	2016	2017	2018	2019
RESIDENCIAL	885,228	908,696	927,342	946,964	951,082
INDUSTRIAL	1,687	1,605	1,548	1,444	1,392
COMERCIAL	108,646	108,881	110,596	115,011	115,317
RURAL	10,223	10,434	10,556	10,658	10,711
P. PUBLICO	5,859	5,94	6,328	6,456	6,084
IL. PUBLICA	19	19	19	20	23
S. PUBLICO	313	326	337	346	352
PROPRIO	49	47	47	46	41
Nº de Cons. Total	1.012.024	1.035.948	1.056.773	1.080.945	1.085.002

Destaca-se que, destes novos clientes, 4.118 são residenciais (crescimento de 0,43%), 306 comerciais (crescimento de 0,3%) e 53 rurais (crescimento de 0,5%). A variação do número de consumidores da classe residencial foi a mais significativa em 2019.

Em 2019, a Companhia forneceu 5.562.767 MWh a seus clientes. O consumo de energia elétrica em 2019 retraiu 0,4%, como reflexo não somente das condições de renda no Distrito Federal, mas também devido às alterações no comportamento dos consumidores e no aumento da migração dos consumidores cativos para o Ambiente de Contratação Livre.

O consumo da classe residencial cresceu 0,5%, mas as classes comercial e industrial registraram queda de 1,3% e 21% respectivamente. A classe industrial apresentou a



redução mais significativa e manteve a tendência de queda observada nos quatro últimos anos.

O consumo da classe Poder Público e Serviço Público tiveram aumento de 3,7% e 6,5%, respectivamente, em relação a 2019, enquanto a classe Iluminação Pública teve um decréscimo de 5,7%.

TABELA 2 – MERCADO (MWh)

Mercado (MWh)	2015	2016	2017	2018	2019
RESIDENCIAL	2.275.019	2.251.611	2.186.723	2.241.219	2.252.383
INDUSTRIAL	190.888	177.573	150.483	104.630	82.701
COMERCIAL	2.074.093	2.039.252	1.859.899	1.755.053	1.731.954
RURAL	148.413	149.556	143.722	137.102	135.341
P. PUBLICO	634.537	630.450	596.366	570.854	591.669
IL. PUBLICA	430.598	443.590	457.750	463.095	436.710
S. PUBLICO	329.077	353.019	306.340	310.471	330.750
PROPRIO	1.577	1.287	1.313	1.293	1.259
Consumo Cativo total	6.084.202	6.046.338	5.702.596	5.583.717	5.562.767

Para os próximos anos foram elaboradas projeções de mercado baseadas no crescimento orgânico, evolução do PIB, manutenção do consumo médio histórico no segmento residencial e abertura gradual do mercado de energia. Foi considerado para os próximos cinco anos um crescimento médio de 1,5% para o segmento residencial, cerca de 1% para o mercado cativo e 1,5% para a energia injetada.

O setor elétrico passará por mudanças significativas que, além do cenário econômico ainda indefinido, influenciarão bastante o crescimento de mercado das Distribuidoras e, principalmente seu modelo de negócios.

As perdas totais de energia sobre a energia requerida em 2019 foram de 1.083 GWh, enquanto em 2018 somaram 923 GWh. O percentual de perdas totais sobre a energia requerida, calculada pela média móvel dos últimos doze meses, passou de 12,58% em 2018 para 14,14% em 2019. Este foi o maior aumento de Perdas verificado nos últimos



cinco anos e requer um plano urgente por parte da Companhia para deter esta tendência de crescimento.

A tabela abaixo demonstra a evolução das perdas técnicas e perdas não técnicas da CEB-D de 2015 a 2019:

TABELA 3 – PERDAS NA DISTRIBUIÇÃO

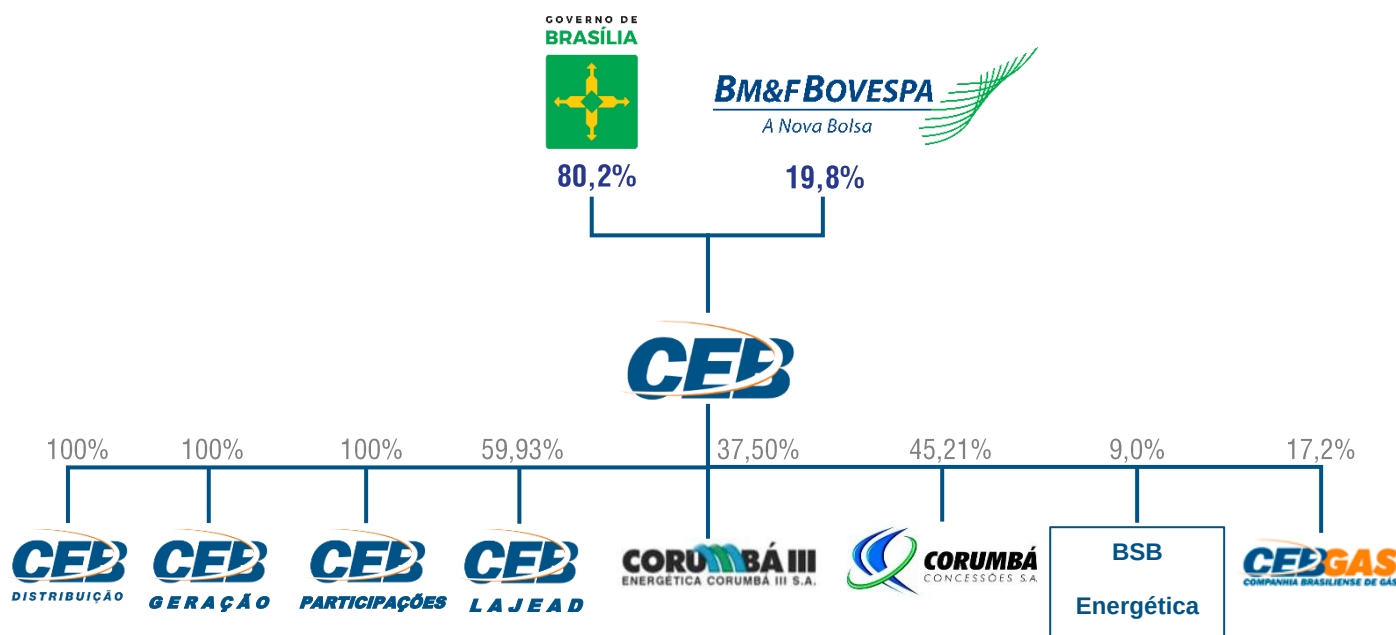
Perdas na Distribuição	2015	2016	2017	2018	2019
Perdas Técnicas	562,349	550,290	529,819	547,751	571,448
Perdas Comerciais	328,971	316,268	361,718	375,318	511,672
Perdas Técnicas (%)	7.33%	7.28%	7.25%	7.47%	7.46%
Perdas Comerciais (%)	4.29%	4.18%	4.95%	5.12%	6.68%
Perdas Totais Energia Injetada(%)	11.62%	11.46%	12.20%	12.59%	14.14%
Perdas Totais	891,320	866,558	891,537	923,069	1,083,120
Consumo Cativo total	6,084,202	6,046,338	5,702,596	5,583,717	5,562,767
Mercado CEB	6,975,522	6,912,896	6,594,133	6,506,786	6,645,887

2.2.3 ESTRUTURA SOCIETÁRIA E GOVERNANÇA

O capital social da Companhia é de R\$ 883.997.830 (oitocentos e oitenta e três milhões, novecentos e noventa e sete mil, oitocentos e trinta Reais), divididos em 883.997.830 (oitocentos e oitenta e três milhões, novecentos e noventa e sete mil e oitocentos e trinta) ações ordinárias nominativas, sem valor nominal.



GRÁFICO 1 – ESTRUTURA SOCIETÁRIA



A Governança Corporativa da Companhia está assim representada: Diretoria, Conselho Fiscal, Assembleia Geral, Auditorias Internas e Externas, Conselho de Administração, Comitê de Elegibilidade, Comitê de Auditoria Estatutária, Ouvidoria e Conselho de Consumidores.

A Companhia é administrada pela Diretoria, composta por um Diretor-Geral e cinco diretores, sendo um Diretor de Atendimento ao Cliente e Tecnologia da Informação, um Diretor de Distribuição, um Diretor de Gestão Administrativa, um Diretor Financeiro e um Diretor de Regulação, eleitos pelo acionista único, através de Resolução da Diretoria, com mandato de dois anos, podendo ser reeleitos.

A Diretoria se reúne ordinariamente, uma vez por semana, ou extraordinariamente, sempre que assunto urgente e relevante o justificar, tantas vezes quantas necessárias, mediante convocação do Diretor-Geral ou de dois Diretores, e resolve por maioria de votos, cabendo ao Diretor-Geral, além do voto comum, o de desempate.



3 RESULTADOS DAS AVALIAÇÕES ECONÔMICO-FINANCEIRAS E PREÇO MÍNIMO³

3.1 Resultados dos *Valuations*

Nos termos do Contrato OCS N° 009/2020 / Contrato SRM N° 4400004119 (já acima definido como o “Contrato”), o Consórcio Nova CEB realizou a avaliação do valor da Companhia, adotando a metodologia do fluxo de caixa descontado da firma (“Valuation do Serviço B”). Por uma questão de concisão e objetividade, o presente Relatório apresenta tão somente as principais conclusões de tal avaliação, necessárias para a definição do preço mínimo da CEB-D. Sem prejuízo disso, as análises e ponderações completas relativas à Companhia podem ser encontradas no Relatório de Avaliação Econômico-Financeira correspondente.

De igual maneira, por força do Contrato OCS N° 10/2020 (Contrato SRM 4400004125), o Consórcio BR/LMDM Power, realizou uma avaliação econômico-financeira da CEB-D (“Valuation do Serviço A”). Os principais resultados obtidos encontram-se plasmados abaixo, com as avaliações detalhadas também estando disponíveis no respectivo Relatório de Avaliação Econômico-Financeira.

Cumprir notar que, ambas avaliações foram realizadas de forma autônoma e independente, a partir das premissas estabelecidas no Relatório de Premissas e Cenários Técnico-Operacionais e Regulatórios.

Os principais resultados encontrados em ambas análises foram os seguintes (expressos, abaixo, em milhares de reais):

³ Vide item 3.2.7, alínea b) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



TABELA 4 – RESULTADO DOS VALUATIONS

Item	Valuation do Serviço B	Valuation do Serviço A
Enterprise Value	2.394.004	2.249.143
Dívida Líquida e Contingências	(892.655)	(902.696)
Valor do Equity	1.501.349	1.346.447

Como se depreende da tabela acima, as conclusões finais dos trabalhos de avaliação econômico-financeira são convergentes, com uma diferença da ordem de 10% entre os valores apontados para o *equity*. Quanto ao enterprise value (também denominado “valor da firma”) a distinção entre ambos resultados é mínima (por volta de 6%), com uma variação dos montantes da dívida líquida e de contingências adotadas pelo Serviço B e pelo Serviço A de aproximadamente 1%.

Adicionalmente, é oportuno frisar que, conforme já ressaltado nos Relatórios de Avaliação Econômico-Financeira, os resultados colacionados acima estão em linha com outras metodologias de avaliação aplicadas para fins comparativos, como a de múltiplos de mercado e de transações passadas.

3.2 Determinação de um Preço Único de Referência

Em que pese os valores de *equity* encontrados no *Valuation* do Serviço B e no *Valuation* do Serviço A serem próximos, é necessário estabelecer um critério fundamentado para a determinação de um preço único de referência. Como se examinará detalhadamente a seguir, para a determinação do valor de referência da precificação foi realizada uma ponderação dos cenários. A memória deste cálculo segue descrita abaixo (igualmente expressa em milhares de reais):



TABELA 5 – CÁLCULO DO PREÇO DE REFERÊNCIA

<i>Valuation</i> do Serviço B	R\$ 1.501.349
<i>Valuation</i> do Serviço A	R\$ 1.346.447
Média das Avaliações	R\$ 1.423.898

Cumprе apontar que a média aritmética dos valores foi a metodologia adotada para se definir o valor de referência porque:

- (i) cada avaliação do valor do ativo foi realizada de forma independente, e o cálculo da média entre elas é uma forma evitar que eventuais perspectivas mais ou menos conservadoras ou otimistas de cada avaliador não sejam exacerbadas; e,
- (ii) do ponto de vista estatístico, quanto mais observações relevantes (isto é, que não representem *outliers*, como é o caso aqui, dado que as variações foram de aproximadamente 6% no valor do *enterprise value*, 1% no endividamento e contingências, e 10% no valor do *equity*), mais próximo a média da amostra estará da média real da variável em questão (conforme o princípio de regressão à média). Neste sentido, embora seja possível argumentar pela adoção de alguma outra forma de cálculo, o critério mais adequado é considerar uma ponderação de todas as observações de valor do ativo para com isso se chegar a um resultado estatisticamente mais relevante.

Assim, e atendendo ao item 3.2.7, alínea b do Termo de referência (anexo I do Edital do pregão eletrônico N° 42/2019 – BNDES), a recomendação, por meio do fluxo de caixa descontado da firma, do preço mínimo de venda das ações, considerando o resultado da avaliação econômico-financeira elaborada no âmbito do Serviço B e do Serviço A é de R\$ 1.423.898 mil.



4 NECESSIDADE DE APORTES⁴

Como se depreende das conclusões relativas à avaliação econômico-financeira da Companhia, ela possui (i) valor positivo de *equity*, ademais de (ii) um fluxo de caixa positivo para os próximos anos.

Considerando-se que não exista nenhum choque externo e não previsto no fluxo de caixa projetado, não se projeta a necessidade de aportes por parte do acionista controlador para a viabilização da Operação.

Neste sentido, não havendo decisão relativa a qualquer aporte a ser realizado pelo atual acionista controlador, que deva ser fundamentada, fazem-se desnecessárias discussões adicionais relativas ao fluxo de dividendos da Companhia com a concessão.

⁴ Vide item 3.2.7, alínea c) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



5 PONTOS CRÍTICOS⁵

5.1 ASPECTOS SOCIETÁRIOS

5.1.1 CISÃO E REDUÇÃO DE CAPITAL

Com a exceção da Companhia, a Alienante e suas controladas não dispõem de quadro próprio, operando principalmente com empregados cedidos pela Companhia. Diante da perspectiva de transferência do controle da Companhia para a iniciativa privada, a Alienante iniciou análises com vistas à definição da composição dos quadros necessários à manutenção de sua operação e das demais controladas, uma vez efetivada a transferência de controle da Companhia.

A forma julgada mais eficaz pela Alienante, após detidas análises técnicas e de gestão, foi realizar uma cisão parcial da Companhia, com a respectiva criação de uma nova empresa denominada CEB Serviços S/A (“CEB Serviços”), a qual terá seu quadro de empregados formado basicamente pelos empregados da Companhia que possuam atribuições compatíveis com as novas atividades a serem exercidas.

A operação de cisão parcial a ser realizada pela Companhia não tem como objetivo a mudança de controle societário – direto ou indireto – e nem a transferência de bens afetos à concessão, não tendo o condão de afetar ou de qualquer modo prejudicar a plena e eficaz prestação do serviço público de distribuição de energia elétrica, e já foi submetida à ANEEL, em 18 de junho p.p., através da Carta n.º 169/2020 - CEB-D/DG, encontrando-se atualmente em trâmite perante o referido órgão regulador.

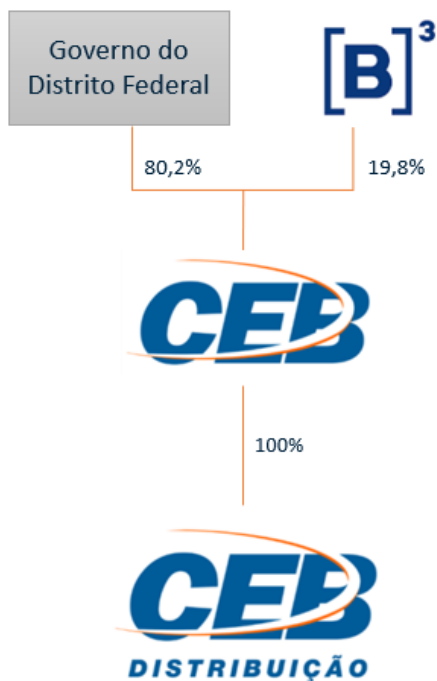
Para fins de facilidade de entendimento, a seguir são apresentados os organogramas da Companhia antes e após a cisão parcial:

⁵ Vide o Item 3.2.7, alínea d), bem como o item 3.2.7.1, alíneas a), b), c) e d) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



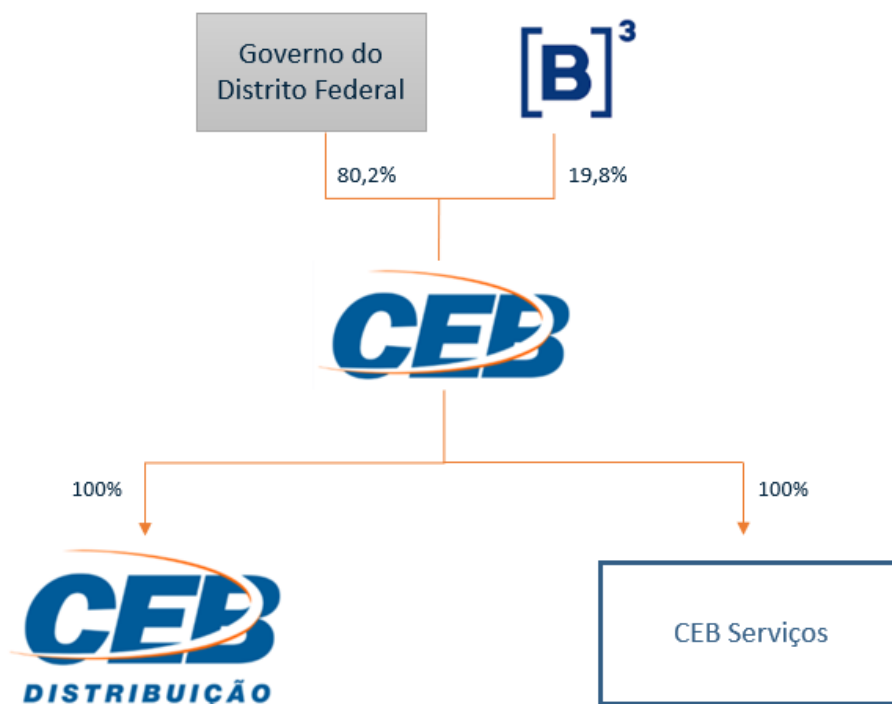
ESTRUTURA ATUAL

GRÁFICO 2 – ESTRUTURA ATUAL



ESTRUTURA APÓS A CISÃO PARCIAL

Gráfico 3 – Estrutura após a cisão parcial





No âmbito da decisão de realocar os profissionais acima mencionados por força da cisão parcial, a Alienante constatou também o risco de subavaliação de terrenos que integram o patrimônio da Companhia, mas que não compõem a Base de Remuneração Regulatória (BRR), na medida em que os potenciais interessados em adquirir o controle societário da Companhia estão focados nos ativos relativos à concessão, sem o mesmo grau de interesse por ativos *non-core*.

Neste sentido, a Alienante identificou três terrenos que integram o patrimônio da Companhia, mas não integram a Base de Remuneração Regulatória (“BRR”) considerada para a definição da tarifa da concessionária, decidindo que dois deles (constantes da tabela “Terrenos da Cisão Parcial”, abaixo) passarão a integrar o acervo líquido a ser vertido ao patrimônio da CEB Serviços em razão da operação de cisão parcial da Companhia; e que um outro (contido na tabela “Terreno da Redução de Capital”, abaixo) será vertido à Alienante através de uma redução do capital social da Companhia. Neste ponto, vale registrar (i) que o terreno objeto da redução de capital é onde se encontra atualmente o centro de operações de sistema da Companhia; e (ii) que a operação de redução do Capital Social da Companhia também está consubstanciada no artigo 173 da Lei nº 6.404/76, não se vislumbrando o comprometimento do equilíbrio econômico-financeiro da concessão, tampouco a possibilidade de colocar em risco a qualidade e a continuidade da prestação do serviço público de distribuição de energia elétrica. Finalmente, além das transações societárias relativas a estes três terrenos, está em curso a negociação do terreno identificado abaixo (descrito na tabela “Terreno a Ser Permutado”) a ser objeto de permuta:

TERRENOS A SEREM VERTIDOS PARA A CEB SERVIÇOS

TABELA 6 – TERRENOS A SEREM VERTIDOS PARA CEB SERVIÇOS

Endereço	Área total (m²)	Valor contábil (R\$)
SGM Norte, Lote G, Brasília, DF	4.945,00	17.839,58
QI 10, lotes 25 a 38, Taguatinga, DF	10.500,00	896.467,28



TERRENO A SER VERTIDO PARA A ALIENANTE

TABELA 7 – TERRENO A SER VERTIDO PARA A ALIENANTE

Endereço	Área total (m ²)	Valor contábil (R\$)
SIA Sul, Área de Serviços Públicos, Lote C, Brasília, DF	160.000,00	17.857,27

TERRENO A SER PERMUTADO

TABELA 8 – TERRENO A SER PERMUTADO

Endereço	Área total (m ²)	Valor contábil (R\$)
Setor Noroeste SAI Norte PR 155/1/DF	284.160,00	274.400.000,00

No caso deste último terreno, a permuta englobará o recebimento de (i) R\$ 127 milhões em efetivo, que serão aplicados no pagamento de parcela do saldo de ICMS postergado (o que já foi considerado na avaliação econômico-financeira); bem como, (ii) uma série de terrenos menores, com potencial para desenvolvimentos imobiliários diversos, que se encontrarão na mesma circunstância dos demais terrenos citados acima, isto é, de não comporem a BRR. Assim sendo, eles deverão gerar o mesmo risco de subavaliação caso permaneçam no patrimônio da Companhia, e, portanto, seguirão a mesma lógica de serem integrados no processo de cisão parcial em curso, para serem transferidos à CEB Serviços.

A transferência dos imóveis referidos nas tabelas Terrenos a Serem Vertidos para a CEB Serviços e Terreno a Ser Vertido para a Alienante, via, respectivamente, cisão parcial e redução de capital, também foi abarcada na Carta n.º 169/2020 - CEB-D/DG, submetida à ANEEL. Quanto aos imóveis a serem recebidos por força da permuta acima descrita, eles deverão ser integrados no processo de cisão parcial em curso, para serem transferidos à CEB Serviços – o que implica que a Carta n.º 169/2020 - CEB-D/DG, que trata da cisão



parcial e redução de capital, deverá ser complementada de forma a englobar também a transferência dos imóveis em questão.

5.2 ASPECTOS OPERACIONAIS

5.2.1 PDV

Conforme descrito no Item 3.1.3.2.2 deste Relatório, a Companhia realizará um PDV antes da consumação do leilão, abrangendo um número estimado em até aproximadamente 15% do quadro atual da Companhia, representando certos custos no curto prazo, mas também uma redução dos custos de PMSO da Companhia no longo prazo.

5.2.2 RISCOS DE DESCUMPRIMENTO DE COVENANTS

A Companhia descumpriu as condições mínimas de sustentabilidade econômico-financeira em 2018 (Fluxo Negativo de R\$ 22,5 milhões, apurado pela fórmula EBITDA – QRR), bem como de sustentabilidade técnico-operacional em 2019 (DEC de 8,85 e FEC de 7,25, contra os limites de 8,45 e 6,43, respectivamente).

À luz do 4º Termo Aditivo ao Contrato de Concessão nº 66/1999, celebrado pela Companhia em dezembro de 2015 com o Poder Concedente, qualquer descumprimento que ocorra no ano de 2020, quer seja de métricas econômico-financeiras, quer seja de métricas técnico-operacionais (ou seja, respectivamente dos indicadores de continuidade coletivos (DECi FECi) e dos Critérios de eficiência na gestão econômico-financeira da distribuidora), ensejaria o início do processo de caducidade da concessão. Torna-se, portanto, imperativo que o descumprimento destas métricas não ocorra em 2020, quando além dos evidentes impactos da pandemia do COVID-19, serão mensurados os dois limites (econômico-financeiro e operacionais) para esse exercício.

Diante deste quadro, e com base (i) no disposto no § 5º do art. 11 da Lei nº 12.783/2013, que contém a previsão legal de deslocamento temporal das obrigações da Companhia no caso da transferência de seu controle; (ii) nas dificuldades da Companhia em atingir os indicadores econômicos e operacionais atrelados à concessão no ano de 2020; (iii) na importância de se ampliar a atratividade da Companhia no processo de alienação de controle, como forma de afastar o risco de caducidade da concessão; e (iv) na possibilidade



real, concreta e iminente de instauração de processo punitivo pela ANEEL com vista à extinção da concessão, a Companhia apresentou ao MME uma solicitação de ajuste de três anos de tais obrigações, contados a partir da adjudicação do leilão de desestatização da Companhia.

Tal solicitação foi submetida através da Carta nº 170/2020 - CEB-D/DG, com o pedido atualmente em andamento perante o MME.

Em resposta a tal solicitação, em 11 de agosto de 2020 foi publicado despacho do Ministro de Minas e Energia concedendo o deslocamento temporal de 3 anos solicitado pela Companhia, nos exatos termos solicitados e com base na supracitada Lei nº 12.783/2013, ressaltando, porém, a necessidade de conclusão da transferência de controle da CEB-D para que tais efeitos de deslocamento tenham efeito (como, aliás, preconiza a referida lei).

Em outras palavras, foram substancialmente mitigados os riscos de descumprimento de *covenants*, na medida em que as métricas de eficiência operacional e de desempenho econômico-financeiro exigidas em 2018, 2019 e 2020 foram deslocadas, respectivamente, para 2021, 2022 e 2023, mas permanece a obrigação de que o processo de troca de controle seja concluído exitosamente. Sem isso, retomam-se as exigências previamente vigentes (e de difícil cumprimento nas circunstâncias atuais, como já expresse acima), e com elas os riscos de descumprimento e, em última análise, de perda do contrato de concessão da CEB-D.

5.3 ASPECTOS FINANCEIROS

5.3.1 DÉBITOS DE ICMS

Como medida de flexibilização para mitigar o desequilíbrio financeiro da Companhia, em 2019 o Governo do Distrito Federal publicou os Decretos nº 39.788, 39.853, 39.904, 39.974, 40.061 e 40.134, que prorrogaram parcela do ICMS das competências março a novembro de 2019, conforme demonstrado a seguir:



TABELA 9 – DÉBITOS DE ICMS

	ICMS Apurado	ICMS Pago	ICMS Diferido	Novo Vencimento
mar/19	60.840	22.840	38.000	09/01/2020
abr/19	61.086	30.000	31.086	10/02/2020
mai/19	64.828	30.000	34.828	09/03/2020
jun/19	62.004	30.000	32.004	10/04/2020
jul/19	56.147	30.000	26.147	11/05/2020
ago/19	61.949	30.000	31.949	10/06/2020
set/19	67.924	30.000	37.924	10/07/2020
out/19	68.235	30.000	38.235	10/07/2020
nov/19	71.158	30.000	41.157	10/07/2020
Total	574.171	262.840	311.330	

Como consequência das dificuldades causadas pela pandemia do COVID-19, a Companhia viu-se obrigada a renegociar as parcelas cujos pagamentos estavam previstos para junho e julho de 2020, totalizando aproximadamente R\$ 148 milhões, para outubro de 2020. O processo de permuta do imóvel a que se refere 5.1.1, acima, deverá fazer frente a tal débito, com o restante do pagamento devido provindo de recursos imediatamente disponíveis já presentes no caixa da Companhia. É importante notar que na ausência de conclusão da referida permuta até o prazo renegociado, será necessário renegociar o prazo de pagamento novamente.

5.4 ALTERAÇÕES LEGISLATIVAS RECENTES

Para fins de completude das análises aqui contempladas, procedemos ao exame da Medida Provisória nº. 998/2020 (“MP 998”), publicada em 02.09.2020 no Diário Oficial da União. Este instrumento normativo promoveu alterações no setor elétrico brasileiro, refletindo algumas das ações estruturais indicadas pelo MME no sentido de promover a modernização do modelo do setor, a racionalização de subsídios e diminuição dos impactos na tarifa dos consumidores do país.

A “Medida Provisória do Consumidor”, conforme vinha sendo chamada pelo MME, veio em menos de 15 dias após a aprovação do Projeto de Lei nº 3.975/2019 pelo Senado Federal, que resolveu um problema conjuntural (solução para o imbróglio envolvendo a judicialização do GSF e solução da inadimplência no Mercado de Curto Prazo), e possibilitou a abertura de caminho para medidas estruturais.



A MP 998, apesar de sua importância para o setor de energia e introdução de alterações relevantes, não tem o condão de impactar o processo de desestatização da CEB-D. Destacamos a seguir as implementações no tocante à CDE e renovação das concessões:

- Em relação à Conta de Desenvolvimento Energética – CDE, a MP 998 destina à conta recursos financeiros de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e Eficiência Energética, de aplicação compulsória pelos agentes do setor, à CDE. O texto indica que os recursos de P&D serão destinados excepcionalmente à CDE, e segundo declarações do MME, a medida terá validade apenas enquanto estiverem sendo pagos os financiamentos da Conta Covid;
- Em relação ao prazo da concessão da CEB-D, o prazo inicial de vigência do Contrato de Concessão era até 07 de julho de 2015, com possibilidade de prorrogação. Em 09 de dezembro de 2015, foi firmado o 4º Termo Aditivo ao Contrato de Concessão, que prorrogou o Contrato de Concessão por um período adicional de 30 anos, com término em 07.07.2045.

Assim, considerando que a CEB-D já teve a sua concessão renovada em 2015 nos termos da Lei nº 12.783/2013, as alterações implementadas pela MP 998 em referida lei no tocante à renovação das concessões não tem o condão de causar impactos no contrato de concessão da CEB-D.

5.5 RECOMENDAÇÕES

Iniciando a análise pela questão da cisão e da redução de capital da Companhia: em que pese a redução do capital social da Companhia ou mesmo a cisão parcial a ser realizada não causar impacto nas operações e na qualidade dos serviços prestados, especialmente pelo fato de a operação de cisão parcial ter como objetivo fundamental tão somente a realocação de imóveis atualmente detidos pela Companhia e a reorganização de funcionários dentro do Grupo CEB, é fundamental (i) que todas as condições relativas a esta reorganização societária (em particular a definição precisa dos quadros profissionais que não integrarão mais a Companhia após a cisão) sejam devidamente refletidos no edital da desestatização, para que os potenciais interessados precifiquem adequadamente a



Companhia e projetem de forma efetiva os recursos humanos que serão necessários caso assumam o controle da Companhia; (ii) que a ANEEL manifeste-se favoravelmente à reorganização até a publicação do edital, de forma a afastar qualquer incerteza dos potenciais interessados quanto a sua aprovação; (iii) que a transferência do terreno objeto da redução de capital, onde está localizado o centro de operações de sistema da Companhia, fique condicionada à assinatura de contrato de locação entre o novo proprietário e a Companhia, da fração do terreno onde estejam localizados o centro de operação e demais instalações que a empresa considere necessárias ao seu funcionamento regular, devendo o valor, prazo e demais termos e condições da locação em questão constarem em edital, de forma a evitar qualquer prejuízo e risco de solução de continuidade à operação da Companhia; e (iv) que a reorganização seja realizada de acordo com as diretrizes do edital e antes da liquidação do leilão e consumação da troca de controle (devendo-se estabelecer tal fato como uma condição precedente à liquidação).

No que diz respeito ao PDV, é preciso (i) que se confirme que sua realização permitirá que o serviço público de distribuição de energia elétrica permaneça integralmente preservado, mantendo-se todas as condições necessárias para que seja prestado de maneira regular, sem alijar a Companhia de profissionais que possam afetar a continuidade das operações; e (ii) que suas condições sejam definidas previamente à publicação do edital e sejam nele devidamente refletidas, de forma a permitir que os potenciais interessados possam dimensionar seu alcance e custos associados.

Com relação ao potencial descumprimento das condições contratuais regulatórias constante no 4º Termo Aditivo ao Contrato de Concessão, a aprovação do MME de que as obrigações da Companhia sejam deslocadas temporalmente pelo período de três anos efetivamente mitigou de forma significativa os riscos a que a Companhia estava até então exposta. Vale frisar, no entanto, que tal deslocamento está condicionado à efetivação da troca de controle da CEB-D, de forma que eventual insucesso neste processo exporia imediatamente a Companhia novamente aos riscos de descumprimento e todos os efeitos que isso ensejaria, incluindo o de caducidade da concessão.



Finalmente, no tocante ao débito de ICMS cujo pagamento foi diferido, é essencial que, uma vez que se aproxime a data de publicação do edital sem que seu pagamento tenha sido equacionado, seja através da permuta de ativos ou qualquer outro meio, que seja retomada a negociação com o Governo do Distrito Federal, para postergar seu pagamento até depois do prazo estimado para a liquidação do leilão.



6 SISTEMÁTICA DE DESESTATIZAÇÃO⁶

O presente capítulo do Relatório abarca uma série de questões relativas à estrutura e mecanismos do processo de desestatização.

Em primeiro lugar, são tratadas questões relativas ao objeto em si da desestatização, vale dizer, as ações que comporão o bloco de controle que integrarão a alienação (de forma prosaica, o “que” da desestatização). Em seguida são abordados temas referentes à adequação do *timing* da Operação (em outras palavras, e novamente de forma singela, o “quando” da transação). Finalmente, são abordados tópicos relativos aos trâmites em si do processo (ou o “como” da desestatização).

Com relação ao primeiro e segundo temas, a avaliação econômico-financeira foi realizada tomando por base a totalidade do fluxo de caixa da Companhia. Em outras palavras, ela parte da visão de um acionista com uma posição de 100% do capital da Companhia. A análise partiu desta premissa justamente porque ela reflete o objetivo de aumentar a probabilidade de sucesso na desestatização, e de maximizar o benefício econômico para o atual acionista. Além desta perspectiva, a sistemática da desestatização considerou também o timing adequado para a realização da Operação.

Para se debruçar sobre estas duas questões, foram realizados estudos considerando aspectos teóricos e estatísticos sobre o valor de um maior ou menor controle sobre a gestão da companhia, acompanhado do trabalho de levantamento junto ao mercado (*Market Sounding*) quanto à visão dos principais interessados na Operação. Quanto ao momento de mercado, foram considerados a performance do setor elétrico frente a outros segmentos essenciais da economia, o desempenho relativo de empresas comparáveis em termos de múltiplos de mercado, bem como o custo de não se realizar a operação o quanto antes e se expor a um processo de caducidade da concessão.

⁶ Vide item 3.2.7, alínea e) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



Finalmente, com relação à operacionalização do leilão em si, são propostos alguns balizamentos, com base em precedentes bem-sucedidos de operações de natureza semelhante, levados a cabo no passado recente.

6.1 VENDA DE 100%

6.1.1 FUNDAMENTOS TEÓRICOS – CONCEITOS

Um conceito essencial na esfera das operações de alienação de ações é o de prêmio de controle. Em apertada síntese, prêmio de controle consiste no valor adicional que um investidor está disposto a pagar para se tornar titular de uma posição de controle no capital votante de uma companhia (em contraposição a uma posição meramente minoritária na mesma).

É importante notar que tal definição é tão difundida na seara de transações de fusões e aquisições que já foi recepcionada pela legislação brasileira. Exemplo disso é o Artigo 254-A, da Lei das S.A., que estabelece um desconto de 20% na venda de ações que não integram o bloco de controle de uma companhia.

Com relação aos fatores determinantes do prêmio de controle de uma empresa, vale trazer à baila as palavras de Aswath Damodaran, Professor Emérito de Finanças da Universidade de Nova York⁷:

“O valor do controle de uma companhia deriva do fato de que um novo controlador pode explorar as diversas possibilidades de performance através de uma nova governança que permita melhorias. O valor esperado do controle é resultado de duas variáveis:

- *o aumento no valor da companhia por conta da mudança da forma de como ela é operada; e;*
- *a probabilidade de que o novo controlador possa implementar tal mudança.”*

⁷ Fonte: The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials – Stern School of Business, junho de 2005



6.1.2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS – APLICAÇÃO AO CASO DA COMPANHIA

No caso específico do processo de alienação de ações representativas do controle societário da Companhia, é evidente a mudança de governança que decorrerá da troca do controlador: a Companhia deixará de ser uma estatal, sujeita ao ordenamento próprio das companhias desta natureza, e que engloba uma infinidade de limitações inerentes ao Direito Administrativo, tais como licitações e concursos públicos, entre outros, e passará a ser uma empresa privada, sujeita, portanto, aos ditames do Direito Privado, o que trará em si uma série de flexibilizações que permitirão uma gestão muito mais dinâmica da Companhia.

Adicionalmente, é de se ressaltar que uma característica fundamental do segmento de atuação da Companhia é tratar-se de um setor de capital intensivo, que demanda investimentos constantes. A assunção de um novo controlador, que não se encontrará obrigado a sopesar investimentos na companhia contra a aplicação de fundos em áreas essenciais para a sociedade, como educação e saúde, como é o caso do Governo do Distrito Federal, atual controlador indireto da Companhia; nem ter que cumprir uma série de processos burocráticos para poder dispor de seus recursos – como é, novamente, o caso do Governo do Distrito Federal – também trará mudanças significativas na governança da companhia.

Finalmente, vale observar que o outro fator apontado por Damodaran para mensurar o valor do prêmio de controle de uma companhia é a probabilidade de se efetivar mudanças de governança na empresa. Ora, na medida em que se aumenta o percentual do novo controlador no capital da Companhia, maior será tal probabilidade. Com isso, o valor máximo do prêmio de controle é atingido numa alienação de 100% do capital da companhia, ponto em que não haverá qualquer dúvida quanto à capacidade do novo controlador de operacionalizar mudanças de governança.



6.1.3 EVIDÊNCIAS ESTATÍSTICAS SOBRE PRÊMIO DE CONTROLE

A tabela abaixo apresenta os prêmios de controle médios para os 5 anos disponíveis mais recentes (2014-2018) para cada um dos principais setores econômicos.

TABELA 10 – PRÊMIOS DE CONTROLE MÉDIOS PARA OS 5 ANOS DISPONÍVEIS MAIS RECENTES

Setor	2014	2015	2016	2017	2018
Serviços Comerciais	60,9% ¹	34,8% ¹	47,8% ¹	39,8% ¹	33,8% ¹
Comunicações	43,30%	30,10%	20,40%	24,20%	36,70%
Bens de Consumo (duráveis)	17,50%	36,00%	48,50%	21,70%	9,90%
Bens de Consumo (não duráveis)	29,00%	38,60%	32,30%	28,60%	24,70%
Serviços Financeiros	44,90%	39,70%	45,40%	38,00%	26,70%
Serviços de Saúde	54,50%	32,90%	40,20%	15,20%	28,90%
Serviços Industriais	20,60%	99,90%	46,10%	39,90%	23,20%
Indústria de Transformação	31,60%	23,50%	82,50%	34,20%	27,00%
Fabricantes de Manufaturados	29,50%	44,40%	42,80%	49,90%	50,70%
Comércio Varejista	30,10%	34,80%	45,50%	33,10%	56,50%
Serviços de Tecnologia	41,40%	42,50%	33,40%	33,50%	45,80%
Transporte	47,70%	46,10%	57,50%	28,40%	63,30%
Serviços Públicos (energia, gás, saneamento, etc.)	22,10%	28,30%	33,20%	15,90%	31,00%
Total	42,10%	39,60%	47,20%	35,80%	36,70%

Fonte: 2019 Mergerstat Review – U.S. Edition

Nota 1: porcentagem média de prêmios oferecidos.

Examinando o setor específico em que se encontra a Companhia (Serviços Públicos), nota-se que o prêmio de controle médio no período foi de 26,1%.

O prêmio de controle no setor de atuação da Companhia é inferior ao prêmio de controle médio de todos setores econômicos em conjunto, que monta a mais de 40%, mas é superior à referência legal aplicada no Brasil (20%).



6.1.4 MARKET SOUNDING

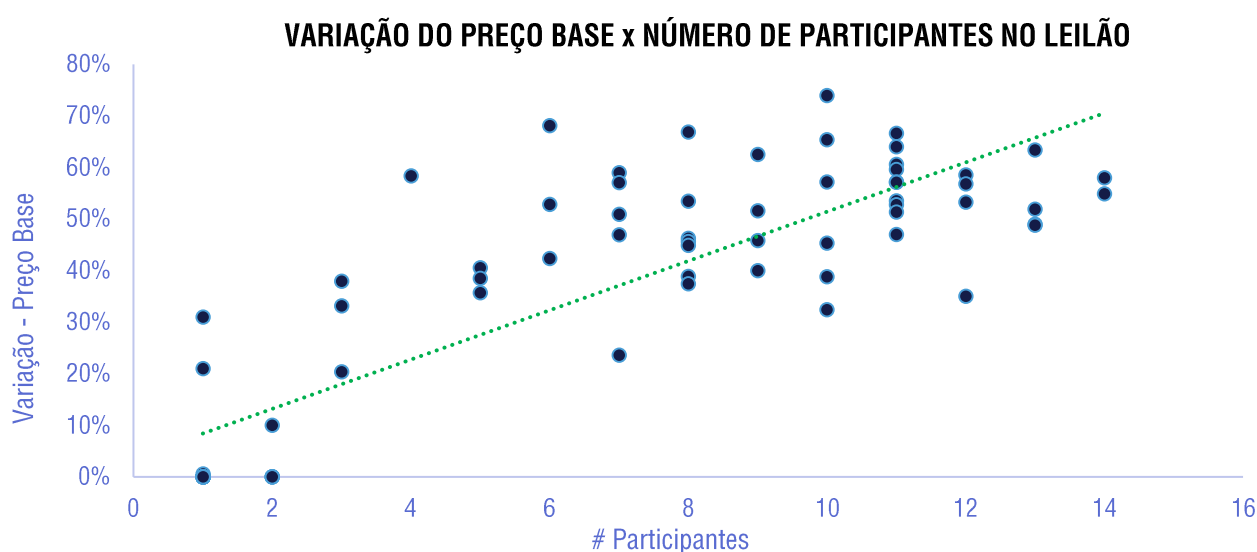
Um aspecto fundamental do estudo para a determinação do percentual ideal para a venda de participações no capital da Companhia foi a realização de um levantamento detalhado junto aos principais interessados (*Market Sounding*).

Os resultados deste trabalho não deixaram margem a dúvidas: para metade dos interessados é imprescindível que a venda englobe a totalidade das ações da Companhia. Para os demais, há uma preferência (que todos frisaram ser forte) pela venda da totalidade das ações. Importante ressaltar que nenhum dos interessados indicou ser indiferente à questão, ou ainda preferir a venda de uma participação inferior a 100% do capital da Companhia.

6.1.5 CAPTURA DE VALOR NO LEILÃO

A importância de se promover a participação do maior número possível de interessados – como aqueles para os quais a venda de menos de 100% das ações da Companhia é um *deal-breaker* – no leilão de desestatização da companhia pode ser constatada com o quadro abaixo, que representa a variação do ágio em relação ao número de participantes.

Gráfico 4 – Variação do ágio em relação ao número de participantes





Como se vê, a probabilidade aumentaria em, aproximadamente, 5% para cada participante adicional no leilão. Sendo assim, a venda de 100% das ações da Companhia atrairá um maior número de participantes e, conseqüentemente, o atual acionista teria uma potencial maior captura de valor no leilão de desestatização.

6.2 TIMING DA OPERAÇÃO

6.2.1 VISÃO GERAL DO MOMENTO DE MERCADO

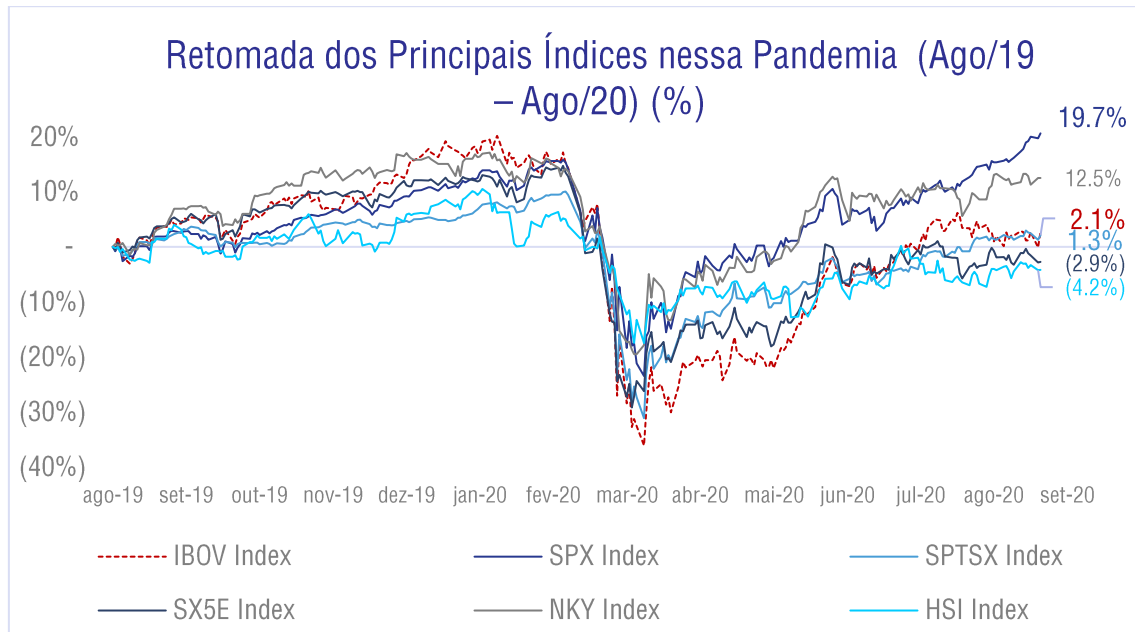
Numa análise empírica das reações que se sucederam ao longo do processo de absorção dos impactos da pandemia do COVID-19, constata-se que o temor dos investidores se espalhou mais rápido que o vírus, mas que o mercado já antecipa a retomada da economia com a recente recuperação dos índices globais. Em particular, evidenciaram-se os seguintes fenômenos, em sucessão:

- a. No curto prazo, houve um efeito no mercado de forte movimento de *sell-off* nos mercados de *equities* em todo o mundo, guiado sobretudo pela perspectiva de que o crescimento do PIB mundial em 2020 ficará sob forte pressão e será mais fraco do que o esperado anteriormente;
- b. No entanto, rapidamente houve uma percepção de que o vírus ainda está se espalhando, porém considerando as últimas epidemias, como Ebola, Gripe Aviária, SARS e Vírus do Nilo Ocidental, o impacto de longo prazo na geração de caixa das empresas provavelmente será pequeno.

Ambos movimentos podem ser notados no gráfico abaixo, composto pelos principais índices globais de bolsas de valores, que já demonstram claramente performances em alguns casos até superiores àquelas vistas 12 meses atrás, sendo possível acompanhar a retomada de todos os índices globais, com diversos investimentos que foram reprimidos voltarem a mercado com IPOs e *follow-ons*:



Gráfico 5 – Retomada dos principais índices nessa pandemia



Em grande medida, a forte retomada dos mercados financeiros é um reflexo do (grande) esforço despendido por governos de todo o mundo para superar rapidamente as dificuldades passageiras geradas pela pandemia. Tais programas de incentivos injetaram elevados níveis de liquidez no mercado, que em grande medida são capturados no desempenho dos índices acima. Neste diapasão, é importante registrar que tais iniciativas superaram em muito o maior esforço global visto até então em termos de incentivos governamentais, que foram aqueles aplicados na crise global de 2008. Veja-se, neste sentido, o comparativo abaixo das respostas econômicas anunciadas pelos governos durante a pandemia versus aqueles da crise financeira de 2008:



Gráfico 6 - Respostas econômicas anunciadas durante a pandemia X crise financeira de 2008

Medidas anunciadas pelos países – em % do PIB¹

● Crise de 2008 ● Pandemia

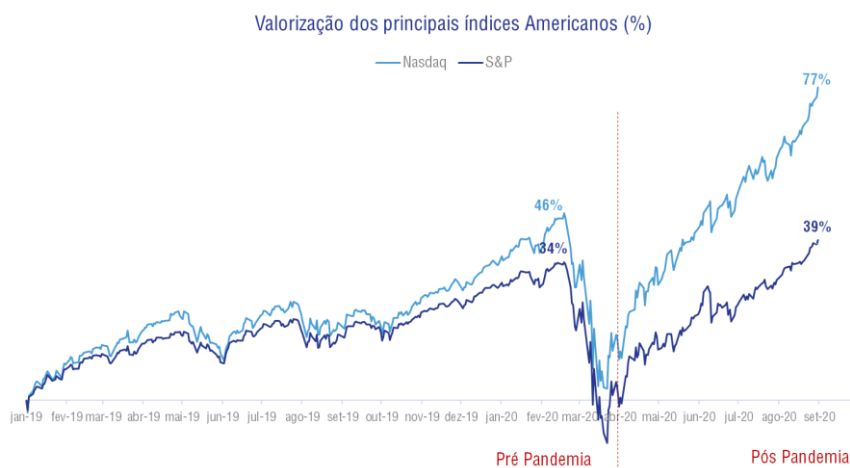


Fontes: FMI (Fundo Monetário Internacional), *Global economic policies and prospects*, imf.org; fontes governamentais, The State of public finances.

Nota 1: Levado em consideração o PIB de 2019.

O ambiente de mercado gerado por tais programas econômicos governamentais, com liquidez abundante e confiança na recuperação econômica mundial, aponta para uma forte valorização dos mercados, como visto no gráfico abaixo:

Gráfico 7 – Valorização dos principais índices Americanos





No Brasil, a perspectiva de recuperação próxima mantém o apetite por ativos de maior risco, como pode se depreender dos gráficos abaixo, que registram a retomada da captação líquida dos fundos de investimentos em ações (FIAs), e, principalmente, a forte entrada de investidores no mercado de renda variável:

Gráfico 8 – Captação Líquida dos FIAs

Captação Líquida dos FIAs (mês a mês)

R\$ Bil

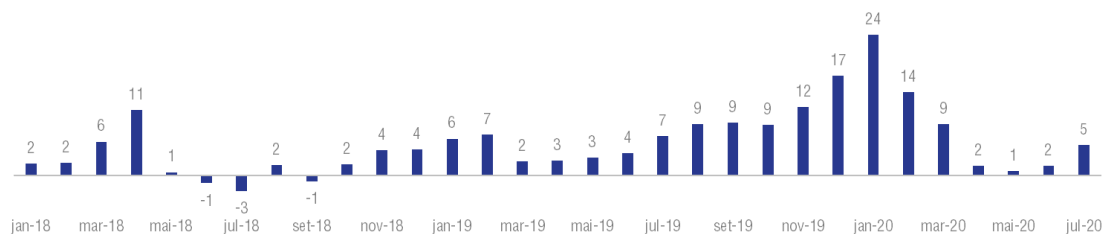
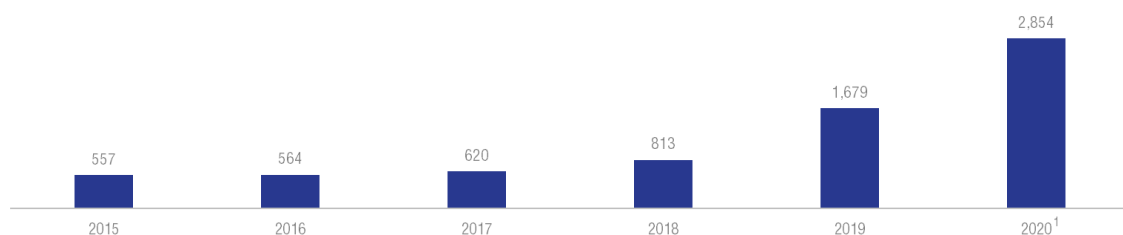


Gráfico 9 – Evolução das pessoas físicas na Bolsa

Evolução de Pessoas Físicas na Bolsa (em mil)



Fontes: Anbima, B3, e Bloomberg.

Nota 1: Considera-se os valores até Julho de 2020

Ambos fenômenos retratados acima estão sendo potencializados pelo cenário de inflação baixa, juros baixos e expectativa de recuperação em V no Brasil, como se demonstra nos gráficos a seguir:



Gráfico 10 – Trajetória da Inflação

A inflação (IPCA) está em trajetória estável e patamar baixo...



Gráfico 11 – Trajetória dos juros (SELIC)

... permitindo níveis baixos de juros (SELIC) reais ...

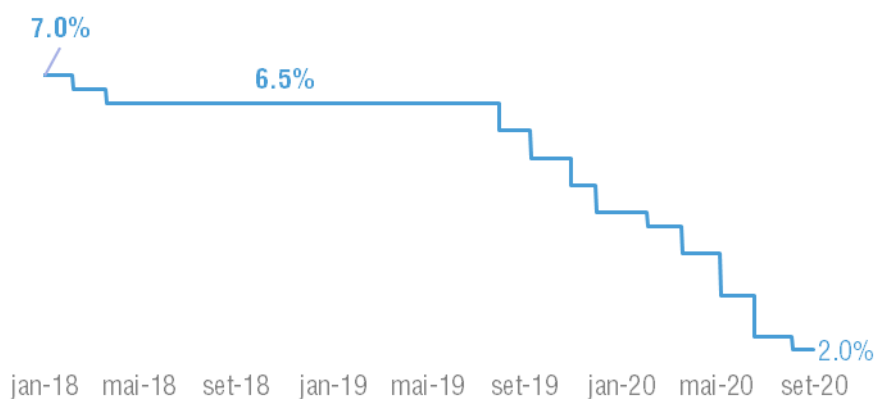




Gráfico 12 – Curva DI

... Acompanhado pelo fechamento da curva DI...

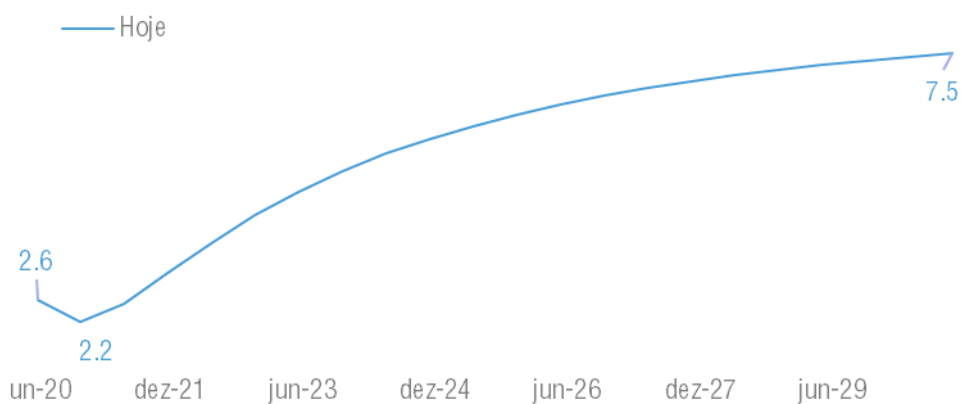


Gráfico 13 – Curva NTN-B

... Bem como o descolamento de curva das NTN-B

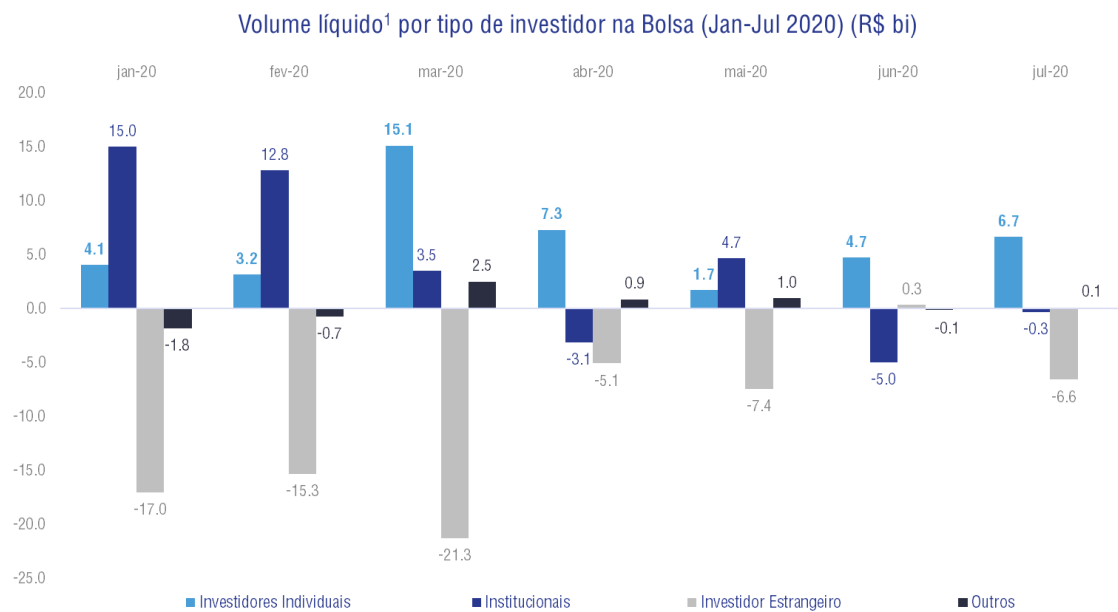


Fontes: Bacen, Banco Plural e Bloomberg.



Não por coincidência, um aspecto importante a se ressaltar é que a alta da bolsa brasileira é suportada principalmente pelo investidor local, com destaque para o investidor pessoa física que já negocia um volume superior ao de fundos e instituições financeiras, como se denota nos gráficos abaixo:

Gráfico 14 – Volume Líquido por tipo de investidor na Bolsa

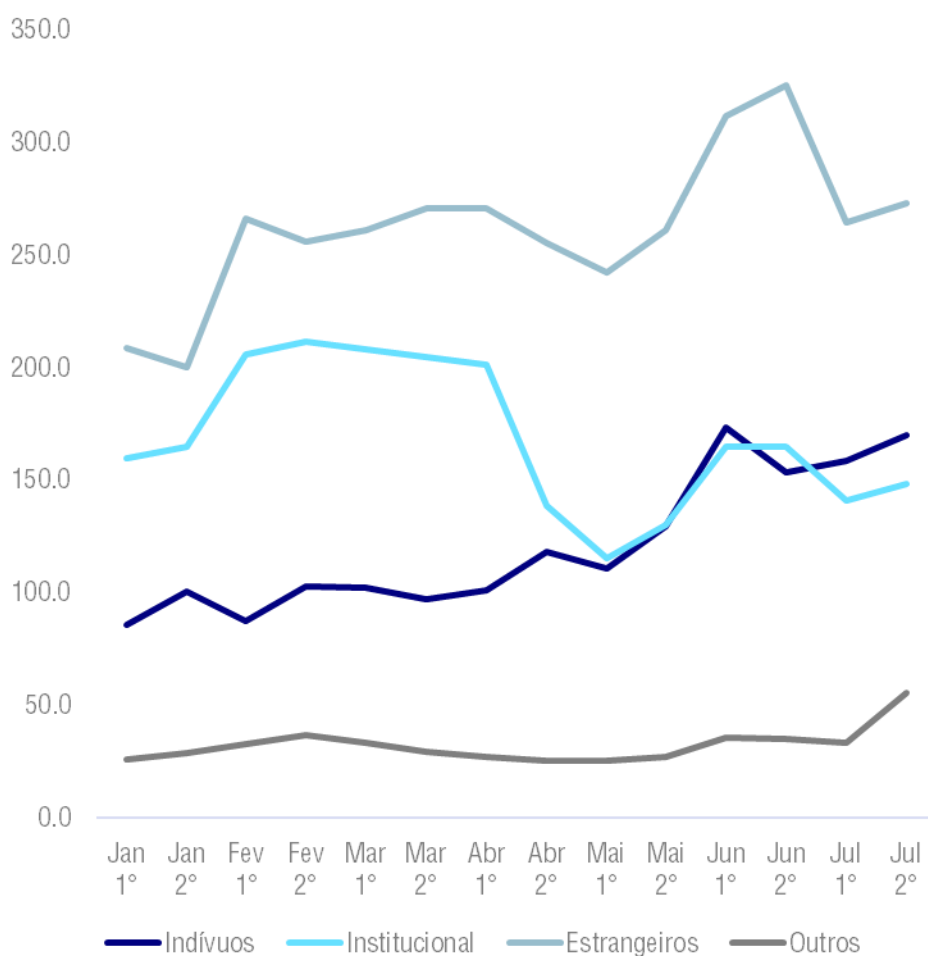


Fonte: B3.

Nota 1: Compras menos vendas.



Gráfico 15 – Valores acumulados por tipo de investidor na bolsa



Fonte: B3

Nota 1: Valores de 2020 acumulados por quinzena.



É importante ressaltar que o apetite de investidores para o mercado financeiro como um todo alavanca indiretamente a Operação, na medida em que potenciais interessados na Companhia podem realizar captações a baixo custo, tanto no mercado de *equity*, quando no mercado de dívida, para financiar a aquisição da CEB-D. Vale notar que mesmo potenciais interessados globais podem se valer deste bom momento do mercado financeiro local, utilizando veículos de captação no Brasil.

Por último, cabe um registro do volume recorde de operações de mercado de capitais esperadas apenas ao final do 3º trimestre de 2020:

Tabela 11 – Ofertas esperadas no mercado de capitais Brasileiro 1/2

Ofertas esperadas no Brasil (Set/20): ≈R\$ 91 bi (1/2)

Company	Listing	Type	Sector	Volume (R\$ mm)
VALE		Follow On	Minerals	6.100
PETROBRAS		Follow On	Oil & Gas	10.000
BR PARTNERS		IPO	Financial	600
PETROBRAS		IPO	Oil & Gas	1.000
HBR		IPO	Real Estate	2.000
FLEURY		IPO	Real Estate	250
Metalfrío		Follow On	Capital Goods	600
MESTIZO		IPO	Car Rental	300
yuny		IPO	Real Estate	1.000
elfa		IPO	Retail	1.000
HOUSI		IPO	Properties	-
enjoyi		IPO	Technology	-
AQU PETRÓLEO		IPO	Retail	-
molock		IPO	Real Estate	1.000
Hidrovias do Brasil		IPO	Logistics	1.000
2W Energia		IPO	Energy	1.600
CAIXA		IPO	Insurance	15.000
NORTIS®		IPO	Real Estate	1.000
[AUSTRAL]		IPO	Insurance	800
EZ INC		IPO	Real Estate	1.000
alphavilleurbanismo		IPO	Retail	4.500
sequoia		IPO	Real Estate	1.000
one		IPO	Logistics	1.000
CURY		IPO	Real Estate	1.000
COMPASS		IPO	Energy	5.700



Tabela 12 – Ofertas esperadas no mercado de capitais Brasileiro 2/2

Ofertas esperadas no Brasil (Set/20): ≈R\$ 91 bi (2/2)

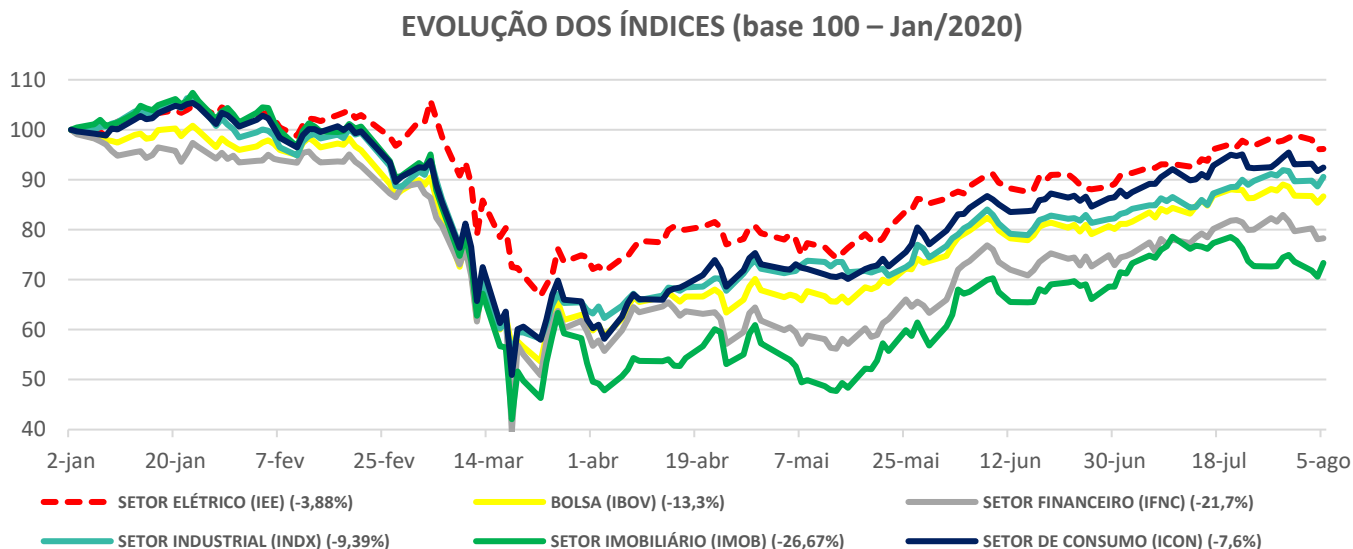
Company	Listing	Type	Sector	Volume (R\$ mm)
		IPO	Sanitation	1.000
		IPO	Logistics	1.500
		IPO	Real Estate	1.000
		IPO	Logistics	1.000
		IPO	Real Estate	1.500
		IPO	Retail	1.500
		IPO	Real Estate	1.000
		IPO	Real Estate	2.000
		IPO	Retail	2.000
		IPO	Real Estate	1.000
		IPO	Oil & Gas ¹	1.000
		IPO	Retail	-
		IPO	Retail	-
		IPO	Industrial	-
		IPO	Retail	1.500
		IPO	Real Estate	1.000
		IPO	Communication	1.500
		IPO	Real Estate	-
		IPO	Real Estate	900
		IPO	Technology	350
		IPO	Real Estate	-
		IPO	Energy	1.500
		IPO	Retail	10.000
		IPO	Retail	1.000
		IPO	Retail	-
		IPO	Retail	-

Fonte: CVM.

6.2.2 RESILIÊNCIA DO SETOR ELÉTRICO

Feito este registro da perspectiva geral de mercado, cumpre detalhar a ótica específica do setor elétrico. O gráfico abaixo apresenta o desempenho do setor elétrico comparado aos demais principais setores da economia em 2020, capturando a queda que se observou com a pandemia do COVID-19, bem como o processo de retomada que já se iniciou.

Gráfico 16 – Evolução dos índices setoriais



Os números à direita de cada legenda indicam o patamar dos setores no início de agosto em comparação ao começo do ano. Estes dados demonstram:

- c. a resiliência do setor elétrico, cujo impacto foi substancialmente inferior ao de qualquer outro setor da economia;
- d. a forte capacidade de recuperação do setor, que foi capaz de manter uma larga margem de vantagem sobre os demais.

6.2.3 IMPACTOS DA NÃO REALIZAÇÃO DA OPERAÇÃO

A Subcláusula Primeira da Cláusula Décima Oitava (“Condições de Prorrogação”), constante do Quarto Termo Aditivo ao Contrato de Concessão de Serviço Público de Distribuição de Energia Elétrica Nº 66/1999-ANEEL, atualmente vigente e que disciplina a concessão da Companhia, estabelece o seguinte:

“O descumprimento de uma das Condições de Prorrogação dispostas nos Anexos II e III por dois anos consecutivos, ou de quaisquer das Condições ao final do período de cinco anos, acarretará a Extinção da Concessão, respeitadas as disposições deste Contrato, particularmente o direito à ampla defesa e ao contraditório.”



No ano de 2018 caracterizou-se o descumprimento das métricas econômicas impostas no Quarto Termo Aditivo, na medida em que a companhia registrou prejuízo naquele exercício. Em 2019 estas mesmas métricas foram observadas (vale notar que seu cumprimento daria ensejo ao início do processo de caducidade, nos termos acima), mas foram desatendidas as métricas operacionais, não sendo atingidos os patamares regulatórios de DEC e FEC em tal ano.

Não é possível descartar, neste momento, que haja descumprimentos de métricas em 2020, ano em que qualquer violação levaria ao início do processo de extinção da concessão, que culminaria em perda de valor expressiva para o atual acionista controlador da companhia. Neste sentido, dado que a troca de controle terá o condão de afastar a caducidade da concessão, o timing da operação deve ser ponderado não só com base numa perspectiva de mercado (que, repita-se, é positiva), mas também para afastar o risco de perda da concessão da Companhia.

6.3 SISTEMÁTICA DO LEILÃO

Sem prejuízo dos aspectos processuais a serem detalhados no edital de desestatização (“Edital”), manual de procedimentos do leilão e outros documentos relacionados, são apresentadas, abaixo, algumas recomendações com relação a parâmetros, trâmites e prazos relativos ao processo de desestatização.

TABELA 13 – SUGESTÃO DE CRONOGRAMA DO LEILÃO

Sugestão de Prazo	Evento
Data inicial	Publicação do Edital e anexos
15 dias corridos antes da data de realização do Leilão	Envio de dúvidas e perguntas no <i>Data Room</i> (conforme tal termos é definido no Contrato)



Sugestão de Prazo	Evento
2 dias úteis antes do prazo limite para apresentação de propostas	Apresentação de solicitações de esclarecimentos ao Edital
1 dia útil antes do prazo limite para apresentação de propostas	Divulgação das respostas aos esclarecimentos solicitados
5 dias corridos antes da data de realização do leilão	Fim do prazo para impugnação ao Edital
2 dias úteis antes da data de realização do leilão	Entrega dos documentos de proposta
Data de realização do leilão	Encerramento do <i>Data Room</i>
Data de realização do leilão	Início da sessão pública do leilão na B3, com a abertura das propostas econômicas e realização de lances viva-voz
1 dia útil após a realização do leilão	Divulgação do resultado preliminar do leilão e início do prazo de eventuais recursos contra o resultado do leilão
5 dias úteis da divulgação do resultado preliminar do leilão para razões + 1 dia útil para comunicação + 5 dias úteis para contrarrazões	Interposição de eventuais recursos e contrarrazões quanto ao resultado do leilão
5 dias úteis para a comissão analisar recursos e julgá-los	Publicação do resultado definitivo do leilão



Sugestão de Prazo	Evento
5 dias úteis após a publicação dos resultados definitivos do leilão	Prazo para submissão de documentos ao CADE e à ANEEL
7 dias úteis da manifestação de CADE e ANEEL sobre o leilão	Homologação do resultado do leilão pelas instâncias decisórias da Alienante e adjudicação de seu objeto
3 dias úteis antes da liquidação do leilão e assinatura do contrato de compra e venda	Conclusão das condições precedentes relativas à cisão e redução de capital da CEB
Data de liquidação do leilão	Liquidação financeira do leilão e assinatura do contrato de compra e venda de ações
1 dia útil após a liquidação do leilão e assinatura do contrato de compra e venda	Assinatura do aditivo ao contrato de concessão (com deslocamento das metas)

Adicionalmente aos procedimentos e prazos sugeridos acima, do ponto de vista da estruturação da disputa, na medida em que a Companhia não é listada (caso em que referências ao valor unitário de suas ações fariam sentido no contexto de mercado), e que não há ganho algum em se aplicar o valor unitário de suas ações como parâmetro de disputa – pelo contrário, sendo preferível adotar uma visão consolidada de valor, em particular porque os interessados estarão competindo por um bloco pré-definido de ações que compõem o controle da Companhia –, não se percebe qualquer vantagem na aplicação do parâmetro de valor unitário das ações para a realização da disputa, sendo, portanto, recomendável, a adoção do critério de valor global das ações.

Por fim, como sugestão para a definição dos participantes na fase de lances em viva voz, entendemos como uma referência adequada a participação do concorrente com a proposta de maior valor, bem como daqueles que tenham apresentado propostas até 20% (vinte por



cento) inferiores (naturalmente desde que respeitado o valor mínimo do bloco de ações à venda) à maior proposta. Caso nenhuma das propostas apresentadas cumpra com tal exigência, sugere-se que todos os 3 (três) melhores colocados sejam considerados para participação na rodada final de lances.

6.4 PRAZO AOS INVESTIDORES PARA ANÁLISE E FORMALIZAÇÃO DE PROPOSTAS NO LEILÃO

É recomendável a concessão de prazo razoável para que os potenciais investidores tenham acesso às informações sobre a CEB-D, e possam precificar adequadamente suas ações. A legislação do Distrito Federal não trata de prazo específico para a apresentação de propostas em privatizações. Em âmbito federal, o § 4º do art. 28 do Decreto n.º 2.594/1998 (que regulamenta a Lei do Programa Nacional de Desestatização) determina o intervalo mínimo de quinze dias entre a publicação do edital e a data de alienação.

O prazo fixado no edital de desestatização não deve ser considerado isoladamente, sobretudo quando, em momento anterior, é franqueado o acesso aos investidores ao ambiente de *Data Room*, com todas as informações da Companhia.

Neste ponto, deve ser considerado que o *Data Room* da Companhia foi aberto em 11/08/2020, e a estimativa do cronograma do projeto prevê a publicação do Edital do Leilão (conforme detalhado no Capítulo 11 deste Relatório, abaixo) em 05/11/2020. Apenas neste intervalo, os potenciais investidores terão 86 (oitenta e seis) dias para analisar as informações da Companhia.

Considerando o período acima, e utilizando por analogia o prazo mínimo de quinze dias recomendado pelo § 4º do art. 28 do Decreto n.º 2.594/1998, chega-se ao período de 101 (cento e um) dias para que os potenciais investidores possam efetivamente analisar as informações da CEB-D e formalizar suas propostas comerciais no leilão.

Na recente desestatização das distribuidoras de energia da Eletrobras, houve situação similar. No aludido projeto, o *Data Room* foi aberto antes da publicação do Edital do Leilão. O relatório de modelagem daquele processo de desestatização previu o prazo de 84 (oitenta



e quatro) dias entre a abertura do *Data Room* e a publicação do edital do leilão. Em sequência, a Resolução CPPI n.º 20/2017, que aprovou as condições de venda das distribuidoras da Eletrobras, previu em seu art. 8º o prazo de entrega das propostas de 15 (quinze) dias, contados da data de publicação do edital correspondente.

Abstraindo as datas efetivas em que os eventos foram realizados na desestatização das distribuidoras de energia da Eletrobras, o período entre a abertura do *Data Room* e a publicação do edital do leilão (recomendado no relatório de modelagem), aliado à previsão de prazo editalício mínimo de 15 dias para apresentação das propostas (fixado na Resolução CPPI n.º 20/2017), totalizou aproximadamente 100 (cem) dias.

Ressalte-se que a desestatização das distribuidoras da Eletrobras e os atos praticados pela União e BNDES no curso daquele procedimento tiveram sua legalidade analisada e chancelada pelo Acórdão n.º 1.199/2018 do Tribunal de Contas da União.

Portanto, considerando-se a abertura antecipada do *Data Room* aos potenciais investidores em 11/08/2020, é razoável o recurso à analogia ao § 4º do art. 28 do Decreto n.º 2.594/1998, para que o edital do leilão do presente processo fixe o prazo de 15 dias para a apresentação das propostas, o que, saliente-se novamente, considerando o cronograma atual do projeto, resultará no período de 101 (cento e um) dias para que os potenciais investidores possam efetivamente analisar as informações da Companhia e formalizar suas propostas comerciais no leilão.

6.5 SISTEMÁTICA DO PERÍODO DE TRANSIÇÃO

Durante o processo de *Market Sounding*, para além das questões já acima enfrentadas, os potenciais investidores ressaltaram que, em processos anteriores de desestatização realizados recentemente, as empresas privatizadas, no período entre o leilão e sua efetiva liquidação adotaram determinadas medidas de gestão desalinhadas com sua condução até então, prejudiciais aos novos controladores (seja pela prática de preços, prazos ou outros fatores não condizentes com o que um novo controlador privado praticaria), ou ainda questionáveis do ponto de vista técnico ou operacional, e que vieram a reduzir o valor das



companhias. Neste sentido, há uma inequívoca demanda de mercado para se estabelecer certos parâmetros mínimos de condução dos negócios da Companhia até a efetiva liquidação do leilão e troca do atual controlador, de forma a coibir ou mitigar possíveis fatores de destruição de valor da CEB-D neste ínterim.

O conceito que se coloca, então, é o de redução de risco ao comprador, que traz, como decorrência necessária, um maior potencial de valor para transação. Aqui cabe avaliar a estruturação de uma governança desde pouco antes da publicação do edital, até a efetiva liquidação do leilão, de modo a gerar uma perspectiva de preservação de valor - em especial na condução de negócios entre CEB-D e suas partes relacionadas (incluindo o GDF e os empregados da Companhia e de seu grupo econômico).

Neste sentido as recomendações que se entendem cabíveis para uma correta formação de preço (ou seja, até um prazo razoável antes da ocorrência do leilão), a serem avaliadas pela Companhia, são as seguintes:

- a. De até 15 dias corridos antes da publicação do edital, até 15 dias corridos antes da data de realização do Leilão (isto é, até a data limite para o envio de dúvidas e perguntas no *Data Room*,) fica vedada a celebração de qualquer instrumento contratual (incluindo aditivos a contratos existentes, ou qualquer outro documento congênere) pelos quais (i) a Companhia assuma obrigações por um prazo superior a 12 (doze) meses; ou ainda (ii) por valores mais de 20% (vinte por cento) superiores aos praticados nos 12 (doze) meses precedentes, sem que haja a aprovação expressa da maioria absoluta do Conselho de Administração da Alienante, para os casos em que tenha sido estabelecida a alçada expressa do Conselho de Administração deste órgão da Companhia, ou da maioria absoluta da diretoria da Alienante, em todos os demais casos;
- b. Adicionalmente, fica vedada a alienação ou qualquer outra forma de transferência de bens que, de forma cumulada, superem 1% (um por cento) do capital social da Companhia, salvo nos casos de operações claramente previstas no edital;
- c. Todo e qualquer contrato que tenha sido firmado pela Companhia neste período, quer tenha sido objeto das aprovações acima exigidas, ou não, deverá ser incluído no *Data Room* em até 24 (vinte e quatro) horas da data em que o mesmo tenha se tornado exigível, seja por meio de sua assinatura, ou qualquer outro meio;



- d. Vedação completa da distribuição de proventos (sejam eles revestidos como dividendos, ou como qualquer outra natureza), a partir de 15 dias corridos antes da publicação do edital, até a liquidação da Operação e efetiva troca do controle da Companhia;
- e. Ainda no período a que se refere o item “d”, restrição a operações com partes relacionadas (isto é, que integrem o grupo econômico da Alienante) a apenas valores cumulativos inferiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), salvo nos casos excetuados no item “b”, acima.

Além disso, para o período compreendido entre o fim do período acima descrito e a efetiva liquidação do leilão, vale dizer, dentro do prazo em que se espera que já tenha sido concluído o processo de precificação da Companhia pelos potenciais interessados, recomenda-se que sejam aplicáveis as seguintes limitações adicionais:

- f. Para o caso do item “a”, acima, as limitações passam a ser de 6 (seis) meses e 10% (dez por cento), respectivamente para os subitens “(i)” e “(ii)”;
- g. Para o caso do item “b”, acima, as limitações são reduzidas a 0.5% (cinco décimos por cento) do capital social da Companhia, novamente excetuando-se os casos de operações claramente previstas no edital;
- h. Todo e qualquer contrato que tenha sido firmado pela Companhia neste período, quer tenha sido objeto das aprovações acima exigidas, ou não, deverá ser incluído no *Data Room* em até 24 (vinte e quatro) horas da data em que o mesmo tenha se tornado exigível, ou, caso o leilão já tenha ocorrido e o *Data Room* não esteja mais disponível, mediante comunicação imediata àquele que tenha sido declarado o vencedor do leilão, pelos meios e no endereço que este tenha indicado para tais fins.

6.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Seja:

- (i) Pelo embasamento teórico do valor do prêmio de controle, que será maior quanto maior for a probabilidade de implementação de uma nova governança (sendo maximizado justamente com a venda de 100% de participação);



- (ii) Pela constatação de que o prêmio de controle médio para o setor é superior a 25%, permitindo uma captura de valor expressiva pelo atual controlador da Companhia;
- (iii) Pelos resultados do *Market Sounding*, que apontou uma forte preferência pela venda de 100% das ações da companhia; ou
- (iv) pelas estatísticas de geração de ágio com a participação de mais competidores

Conclui-se que a venda de 100% das ações da Companhia geraria os melhores resultados para seu atual controlador.

Neste ponto é importante notar que toda a estruturação da Operação considerou este cenário, e que a decisão de se alienar um percentual menor das ações implicaria em prazo adicional no cronograma, na medida em que isso exigiria a definição de condições de governança específicas através de um acordo de acionista entre o atual controlador e aquele que adviria do leilão. Uma estimativa conservadora para a confecção de tal documento, considerando um processo adicional de *Market Sounding* para se apurar a perspectiva de mercado sobre as condições razoáveis a serem pactuadas, é de 2 a 3 meses.

Com relação ao timing da operação, quer

- (i) pela forte recuperação do mercado que já vem se observando, inclusive pelo número recorde de operações de IPO e *follow-ons*;
- (ii) pela expectativa de forte recuperação da economia como um todo;
- (iii) pela resiliência do setor elétrico;
- (iv) pela capacidade de absorver ganhos com a retomada econômica e manter-se com performance superior ao de qualquer outro segmento da economia;
- (v) pelo fato de afastar em definitivo o risco de caducidade da concessão; ou ainda
- (vi) pelo fato de a Companhia possuir elementos que faça com que se almeje precificação compatível com caráter *premium*;

Com relação às medidas da sistemática de transição, tanto pela ênfase dada pelo mercado a este ponto, capturada no processo de *Market Sounding*, quanto pela constatação de que estas precauções reduzem a percepção de risco dos potenciais investidores e, portanto,



uma maior perspectiva de valor para a Companhia, recomenda-se fortemente a adoção das medidas recomendadas.

Constata-se que a companhia está com uma posição única para capturar valor no processo de retomada econômica que já se iniciou, e que a realização do leilão de desestatização nos próximos meses seria vantajoso.



7 FORMA DE PAGAMENTO⁸

Considerando-se o valor positivo do *equity* da Companhia, a relativa objetividade da situação econômica e operacional da Companhia, e o decurso de prazo entre o leilão e a liquidação da Operação – seja pela necessidade de aprovações dos órgãos reguladores, seja pela obrigatoriedade de cumprimento de condições precedentes pela Companhia (cisão, redução de capital, etc.) –, suficientes para que o vencedor do leilão disponha do numerário necessário, entendemos não haver razão para uma estrutura de pagamento complexa para se liquidar a Operação.

Neste sentido, a recomendação cabível é que o vencedor do leilão de desestatização e futuro controlador da Companhia realize 100% do pagamento do *equity* em recursos líquidos no momento de liquidação do leilão.

Quanto às recomendações sobre os demais aspectos processuais do leilão, vide item 6.3, acima.

⁸ Vide item 3.2.7, alínea f) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



8 OBRIGAÇÕES / GRAVAMES⁹

De acordo com as informações disponibilizadas pela Companhia, não há ônus ou direitos reais incidentes sobre as Ações.

Adicionalmente, não foram identificados contratos que demandem *waivers* e/ou anuência prévia, em virtude de vencimento antecipado na hipótese de alteração de controle acionário da Companhia.

⁹ Vide item 3.2.7, alínea g) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



9 OFERTA AOS EMPREGADOS¹⁰

Na medida em que não se dará a alienação de Ações em oferta aos empregados e/ou aposentados, entende-se não aplicável a proposição de condições para a mesma.

¹⁰ Vide item 3.2.7, alínea h) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



10 QUALIFICAÇÃO DE PROPONENTES¹¹

A Lei Federal nº 8.666/1993 estabelece, em seu artigo 27, a relação *numerus clausus* dos critérios passíveis de exigibilidade para fins de habilitação em licitações, incluindo como possíveis requisitos a documentação relativa aos seguintes temas:

- habilitação jurídica;
- regularidade fiscal e trabalhista;
- prova de cumprimento das limitações constitucionais ao trabalho infantil (proibição de trabalho noturno, perigoso ou insalubre a menores de dezoito e de qualquer trabalho a menores de dezesseis anos, salvo na condição de aprendiz, a partir dos quatorze anos);
- qualificação econômico-financeira; e,
- qualificação técnica.

Com relação aos dois primeiros itens listados acima, há definições sobre os documentos que poderão ser requeridos para os propósitos de demonstrar o cumprimento dos requisitos de habilitação, respectivamente, nos artigos 28 e 29 da supracitada Lei Federal nº 8.666/1993. O regramento normativo a respeito de tal documentação, bem como os reiterados precedentes e a jurisprudência sobre o tema é bastante consolidada, com um nível elevado de segurança jurídica nestas questões. Esta mesma lógica se pode aplicar ao item seguinte da lista acima, relativo a trabalho infantil: embora não haja uma definição na referida lei sobre a documentação aplicável, há um sólido consenso quanto a uma declaração do próprio interessado ser suficiente para seu cumprimento. As previsões legais ou a prática reiterada é quase totalmente suficiente nestes casos, bastando uma repetição dos regramentos já estabelecidos em lei para cobrir a maioria das hipóteses relevantes.

O único ponto merecedor de reparo nestes três itens é a previsão de documentação específica aplicável a fundos de investimentos, figura jurídica de pouca relevância à época da promulgação da lei em questão, mas que vem se mostrando um importante veículo de investimento – e, portanto, de desenvolvimento – no setor de infraestrutura nos últimos

¹¹ Vide item 3.2.7, alínea i) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



anos. Nesta linha de raciocínio, afigura-se como necessária a previsão da documentação (especialmente de habilitação jurídica) não só para sociedades comerciais ou por ações, mas também para fundos de investimento, para os quais deve prever-se a necessidade de, ao menos, apresentação de documentação sobre os regramentos correspondentes, bem como dos poderes de representação suficientes.

Quanto ao quarto item da lista, vale dizer, o de qualificação econômico-financeira, uma série de possíveis crivos são disciplinados pelo artigo 31 da Lei Federal nº 8.666/1993. Em termos práticos, a documentação requerida recai ou entre (i) uma garantia de proposta (de que trata o inciso III do referido artigo); (ii) determinados índices econômico-financeiros; ou (iii) um patamar mínimo de patrimônio líquido, ou capital social. Urge frisar que existe um consenso doutrinário, referendado pela jurisprudência, de que um único destes três requisitos é suficiente, sendo a exigência de dois ou de todos os três normalmente considerada excessiva ou limitadora da competitividade do certame.

Diante disso, e tendo em vista as opções normalmente permitidas para a demonstração dos requisitos de qualificação econômico-financeira, de plano nota-se que o cumprimento de índices financeiros (seja de liquidez corrente, liquidez total, ou outros usualmente aplicados) é de pouca valia neste caso: o fato de um concorrente demonstrar uma determinada proporção entre suas variáveis contábeis (quer seja o ativo total frente ao passivo total, etc.), pouco diz sobre sua capacidade de fazer frente às necessidades de investimento maciço próprias de um negócio de capital intensivo, como é o caso de distribuidoras de energia. Entidades de pequeno tamanho, e portanto com escasso acesso a recursos, mas ainda assim detentoras de índices que superem as possíveis exigências editalícias, passariam por tal crivo, sem com isso serem, de fato, capazes de atuar apropriadamente como os novos controladores de uma empresa com as necessidades de recursos como as da CEB-D. Neste sentido, conclui-se que tal parâmetro seria de pouca serventia no caso de que tratamos.

O mesmo se diga do segundo parâmetro: limites mínimos de capital social ou patrimônio líquido. A mesma lógica da limitação dos índices verifica-se aqui. Que uma empresa tenha determinado capital social ou patrimônio líquido em nada garante que de fato tenha acesso aos recursos necessários para fazer frente às exigências de capital da Companhia. Há



inúmeros casos de empresas com capital social (ou até mesmo patrimônio líquido) vultoso, mas que têm dificuldade em acessar o mercado para levantar os recursos que seriam necessários para os investimentos que se projetam para a CEB-D. Ainda que capazes de superar os limites mínimos que se estabeleçam para capital social e patrimônio líquido (e ainda que culminados com outros critérios, como índices financeiros), é plenamente possível que outros parâmetros, como o endividamento líquido (expresso como uma proporção do endividamento líquido em relação ao LAJIDA – Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) não esteja em linha com as expectativas de mercado, com o acesso a capital limitado mesmo a empresas de grande porte e com índices minimamente dentro do tolerável.

Por todo o exposto, em que pese a postura mais conservadora ser a de se estabelecer requisitos para todos os três parâmetros, diante das limitações doutrinárias e jurisprudenciais para tanto, resta, pelo processo de eliminação puro e simples, concluir que a exigência de uma garantia de proposta é o melhor caminho a ser seguido. De plano vale observar que tal garantia deve ser estabelecida no valor máximo permitido em lei, ou seja, 1% (um por cento) do valor da Operação, neste caso, do montante das ações integrantes do bloco de controle e objeto de alienação.

Além de ser uma melhor representação da capacidade efetiva de acesso a recursos (ainda que a limitação legal de 1% claramente não seja a ideal), dado que exige a obtenção de uma validação do mercado – no caso de um seguro-garantia ou fiança bancária –, ou ainda da demonstração de acesso a recursos líquidos – no caso de uma caução em dinheiro –, a garantia presta-se a execução, no caso de descumprimento do proponente de cumprir com a liquidação financeira do leilão, ao menos reduzindo os impactos percebidos pela Alienante e pela Companhia no caso de tal inadimplemento.

Com isto, chega-se ao quinto e último requisito listado em lei como um possível requisito para fins de habilitação de competidores em uma licitação: a qualificação técnica.

Aqui novamente cabe a observação de que novos veículos para investimento e desenvolvimento de infraestrutura no país, como é o caso de fundos de investimento, não necessariamente disporão de comprovação de capacidade técnica nos moldes do



potencialmente exigido em um edital, mas nem por isso serão incapazes de rapidamente aglutinar a expertise e conhecimentos necessários, seja pela contratação de quadros profissionais próprios, seja pela terceirização de certos serviços, e fazer frente às obrigações técnicas e operacionais que tenham pela frente, importando apenas que disponham dos recursos financeiros para tanto. Neste sentido, a imposição de qualificações para além da econômico-financeira de uma garantia de proposta (que, a rigor, demonstra a percepção do próprio mercado a respeito da capacidade do proponente) representa uma restrição desnecessária e limitadora da competitividade do leilão, devendo, portanto, não ser aplicada.



11 CRONOGRAMA¹²

TABELA 14 – CRONOGRAMA ESTIMADO DAS PRÓXIMAS ETAPAS

CRONOGRAMA ESTIMADO DAS PRÓXIMAS ETAPAS			
Atividade	Data inicial	Data Final	Observações
Aprovação da Diretoria do BNDES	16/09/20	18/09/20	
Aprovações pela Diretoria e CA da CEB Holding	18/09/20	25/09/20	Premissa de rito ordinário
Convocação da AGE	25/09/20	13/10/20	15 dias corridos
Audiência Pública	28/09/20	14/10/20	Convocada simultaneamente com AGE para realização logo após aprovação (prazo de 10 dias úteis para a convocação definido no artigo 39 da Lei nº 8.666/1993)
Envio ao TCDF	05/10/2020	04/11/2020	30 dias antes da publicação do edital (prazo definido no artigo 2º, inciso I, da Resolução nº 201, de 21 de maio de 2009, do TCDF)
Publicação do Edital	14/10/20	05/11/20	15 dias úteis após audiência pública (prazo definido no artigo 39 da Lei nº 8.666/1993)
Entrega de Propostas	05/11/20	23/11/20	15 dias após publicação do Edital (prazo estabelecido pelo Art. 21, § 2º, inciso III da Lei nº 8.666/1993, e em linha com a orientação da Alienante de realizar a operação no menor prazo possível; importante notar que o prazo usual é de 30 dias, de acordo com práticas de mercado e como forma de gerar conforto para Investidores aprovarem em suas governanças e obterem <i>funding</i> para o Leilão)
Sessão Pública do Leilão	24/11/20	27/11/20	3 dias úteis após a entrega de propostas

¹² Vide item 3.2.7, alínea j) do Termo de Referência, que integra o Contrato.



12 PRINCÍPIOS E RESSALVAS

- As empresas do Consócio Nova CEB e seus colaboradores não têm interesse, direto ou indireto, na Companhia, bem como não há qualquer outra circunstância relevante que possa caracterizar conflito de interesse;
- Os honorários profissionais do Consócio Nova CEB não estão, de forma alguma, sujeitos às conclusões deste relatório;
- No melhor conhecimento das empresas participantes do Consócio Nova CEB e seus colaboradores, as análises, opiniões e conclusões expressas no presente relatório são baseadas em dados, diligências, pesquisas e levantamentos verdadeiros e corretos;
- Assumem-se como corretas todas as informações recebidas de terceiros;
- O Consócio Nova CEB e seus colaboradores não se responsabiliza por perdas ocasionais à Companhia, diretores, credores e outras partes como consequência da utilização dos dados e informações fornecidas pela Companhia e constantes nesse relatório.
- As análises e as conclusões contidas neste relatório baseiam-se em diversas premissas, realizadas na data base de 31/12/2019, e de projeções operacionais futuras, tais como preços, volumes, participações de mercado, receitas, impostos, investimentos, margens operacionais, etc. Assim, os resultados operacionais futuros da Companhia podem vir a ser diferentes de qualquer previsão ou estimativa contida neste Relatório devido a choques externos ou comportamentos que sejam diferentes do previsto.