





Proposta de Modelagem de Alienação da CELG GT e Participações

Companhia CELG de Participações - CELGPAR

VERSÃO	DESCRIÇÃO	DATA DE EMISSÃO
RF	Relatório Final	03/02/2021

SUMÁRIO

1	Introdução	6
2	Estrutura de Ativos da CELG GT	7
3	Modelos em Perspectiva: Leilão Especial ou Oferta Pública de Ações Primárias ou Secundárias	9
4	Aspectos Jurídicos e Rito Processual das Propostas de Modelagem para Alienação da CELG GT e suas participações	11
4.1	Estado de Goiás vende as ações da CELGPARG em leilão especial na B3	11
4.1.1	Aspectos Jurídicos	11
4.2	CELPARG vende as ações da CELG GT em leilão especial na B3	16
4.2.1	Aspectos Jurídicos	16
4.3	Estado de Goiás vende as ações da CELG GT em leilão especial na B3 com reestruturação	18
4.3.1	Aspectos Jurídicos	18
4.4	Distribuição pública de ações (<i>Follow on</i>) da CELGPARG	23
4.4.1	Aspectos Jurídicos	23
4.5	Registro de companhia aberta e distribuição de ações (IPO) da CELG GT	26
4.5.1	Aspectos Jurídicos	26
4.6	Segregação dos Ativos e Sociedades Investidas de Geração e Transmissão	31
4.7	Alienação de participação acionária correspondente a 51% do capital votante da CELGPARG ou CELG GT, conforme aplicável.	32
5	Avaliação de Mercado de Processos Similares	33
5.1	Processos de Desestatização em Andamento	33
5.2	Leilões Especiais Recentes na B3	36
5.2.1	Alienação CEB Distribuição	36
5.2.2	Alienação Copel Telecom	36
5.3	Aquisições e Perfil das Aquisições Recentes no Mercado de Energia	37
5.3.1	Transmissão de Energia	37
5.3.2	Geração de Energia	38
5.3.3	Leilão 01/2018 Eletrobrás	40
5.4	Os Leilões de Transmissão	43
5.4.1	Leilão 01/2020	43
5.4.2	Leilão 02/2019	43
5.5	Processos de IPO	44
5.5.1	Ofertas públicas do setor de energia	44
5.5.2	Custos e Prazos	45
6	Análise Econômica e de Resultados dos Modelos Propostos	48
6.1	Análise de alienação das ações CELG Par	48
6.1.1	Vantagens	48
6.1.2	Desvantagens	48
6.1.3	Considerações do Modelo	48
6.2	Análise de alienação das ações da CELG GT	49
6.2.1	Vantagens e Desvantagens	49
6.2.2	Efeito tributário	50
6.2.3	Considerações do Modelo	51
6.3	Venda Parcial de Ações e Realização Futura	51
6.4	Segregação de Ativos para venda	52
7	Potenciais Investidores	53

7.1	Empresas Investidoras	54
7.2	Fundos Investidores	58
7.2.1	Fundos que Investiram em Ativos Análogos aos da CELG GT	58
7.2.2	Outros Fundos que Podem Investir em Ativos Análogos aos da CELG GT	59
7.2.3	Outros Fundos que Possivelmente Investiriam em Ativos Análogos aos da CELG GT	60
7.3	Participações Societárias Empreendimentos de Energia Elétrica	61
8	Custos de Leilão na B3	63
9	Recomendações sobre os Modelos	64
10	Considerações Finais	66

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura CELG GT.....	7
Figura 2 - Estado de Goiás vende as ações da CELGPARG em leilão especial na B3	11
Figura 3 - CELGPARG vende as ações da CELG GT em leilão especial na B3	16
Figura 4 - Estado de Goiás vende as ações da CELG GT em leilão especial na B3 com reestruturação	18
Figura 5 - Distribuição pública de ações (follow on) da CELGPARG na B3	23
Figura 6 - Registro de companhia aberta e distribuição de ações (IPO) da CELG GT	26
Figura 7 - Segregação das Sociedades Investidas.....	31
Figura 8 – Prazo estimado para registro de Companhia Aberta na CVM	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – <i>Valuation</i> Consolidado – CELG GT (R\$'000 – set/2020)	8
Tabela 2 - Quadro Resumo de Direito de Preferência e <i>Tag Along</i> – Sociedades Investidas	13
Tabela 3 - Quadro Resumo Direito de Preferência e <i>Tag Along</i> – Consórcios.....	14
Tabela 4 – Etapas de Desestatização	33
Tabela 5 – Processos de desestatização em andamento 1/2.....	34
Tabela 6 – Processos de desestatização em andamento 2/2.....	35
Tabela 7 – Transações Recentes de Transmissão de Energia Eléctricas.....	37
Tabela 8 – Análise CELG GT (R\$'000).....	38
Tabela 9 – Análise Participações de SPEs Transmissão (R\$'000).....	38
Tabela 10 – Transações Recentes de Geração de Energia Hídrica.....	39
Tabela 11 – Análise Participações de SPEs de Geração (R\$'000).....	39
Tabela 12 – Leilão 01/2018 Eletrobrás Geração (R\$).....	41
Tabela 13 – Leilão 01/2018 Eletrobrás Transmissão (R\$).....	42
Tabela 14 – Ativos Licitados Leilão de Transmissão 01/2020	43
Tabela 15 – Ativos Licitados Leilão de Transmissão 02/2019	44
Tabela 16 – Ofertas públicas de ações de Energia Eléctrica no Brasil dos últimos 5 anos.....	44
Tabela 17 – Custos Processo IPO	46
Tabela 18 - Manutenção da companhia aberta.....	46
Tabela 19 – Vantagens e Desvantagens da Alienação da CELG GT	49
Tabela 20 – Efeito Tributário Alienação (R\$'000)	50
Tabela 21 – Transações de Potenciais Empresas Investidoras nos Setores Eléctrico 1/4.....	54
Tabela 22 – Transações de Potenciais Empresas Investidoras nos Setores Eléctrico 2/4.....	55
Tabela 23 – Transações de Potenciais Empresas Investidoras nos Setores Eléctrico 3/4.....	56
Tabela 24 – Transações de Potenciais Empresas Investidoras nos Setores Eléctrico 4/4.....	57
Tabela 25 - Transações de Potenciais Fundos Investidores nos Setores Eléctrico.....	58
Tabela 26 – Relação de Outros Fundos que Podem Investir em Ativos Análogos aos da CELG GT.....	59
Tabela 27 - Relação de outros fundos que possivelmente podem investir em ativos análogos aos da CELG GT	60
Tabela 28 - Perfil Societário de Empreendimentos de Geração de Energia Eléctrica (1 de 2)	61
Tabela 29 - Perfil Societário de Empreendimentos de Geração de Energia Eléctrica (2 de 2)	62
Tabela 30 – Custos estimado de Leilão na B3 (R\$'000).....	63
Tabela 31 – Análise e Classificação dos Modelos Propostos.....	64

Tabela 32 – Análise de VPL dos Modelos Propostos (R\$'000) 65

1 Introdução

O CONSÓRCIO CRH CELG ENERGIA, composto pelas empresas Ceres Inteligência Financeira Ltda., Rolim, Viotti, Goulart, Cardoso Advogados e Hirashima & Associados, foi contratado pela Companhia CELG de Participações – CELGPARG, por meio de procedimento licitatório que originou o contrato PRGE - 005/2020 (Processo CELGPARG nº 20.500718-01), que tem por objeto a Prestação de Serviços Especializados de Estruturação da Operação de Alienação da CELG Geração e Transmissão S.A - CELG GT e suas participações em outros empreendimentos, conforme especificações constantes no Edital e Termo de Referência (Licitação P.E. nº 007/2020 - GT).

O presente relatório terá por objetivo apresentar a Modelagem de Alienação da CELG GT e das Participações Acionárias, conforme disposto no item 3.4 do Termo de Referência, abrangendo, dentre outros aspectos, o seguinte:

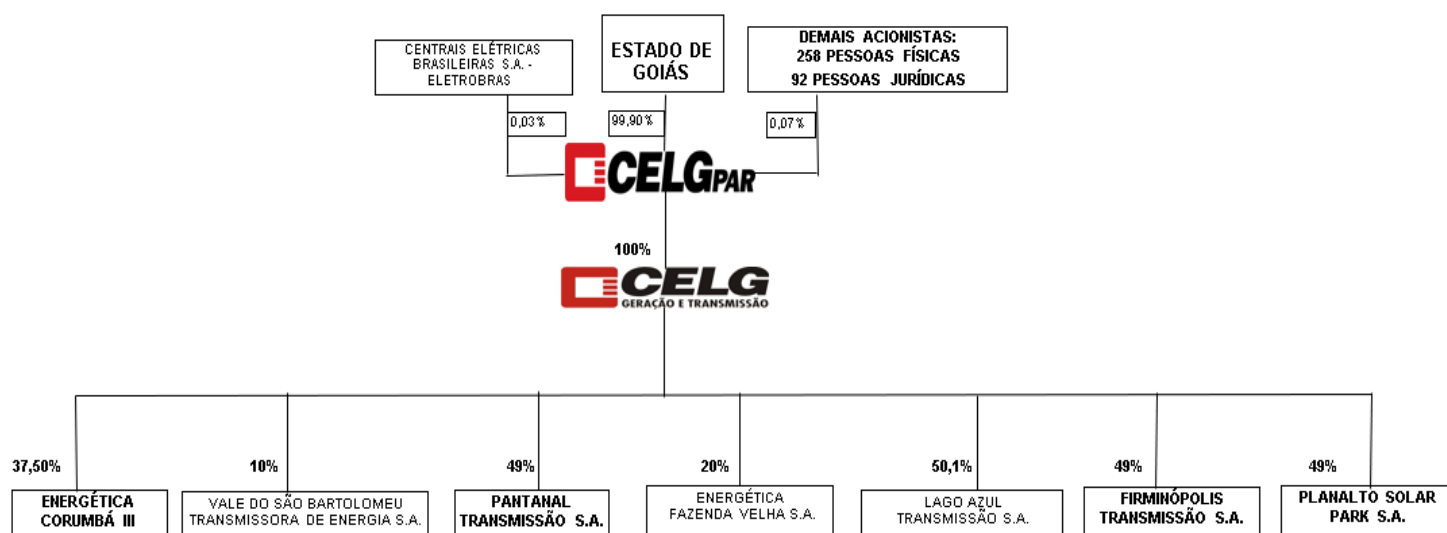
- a. Modelagem de Alienação considerando as características do setor elétrico brasileiro, bem como a legislação aplicável vigente e os atos normativos expedidos pelos correspondentes Órgãos Reguladores;
- b. Cronograma para o processo de alienação da CELG GT e suas participações, conforme aplicável, de acordo com a alternativa da modelagem de venda;
- c. Maximização do valor agregado do objeto de alienação, considerando, entre outras, questões relativas: à avaliação econômico-financeira; questões tributárias e societárias; e a promoção da competição entre os agentes para aquisição;
- d. Sistemática de venda da CELG GT e suas participações; e
- e. Definição das condições da alienação da CELG GT e das suas participações.

2 Estrutura de Ativos da CELG GT

A CELG Geração e Transmissão S.A. (CELG GT) é uma empresa que tem por objetivo a exploração técnica e comercial de instalações de geração e de transmissão, que lhes foram outorgadas pelo Poder Concedente, por meio de contratos de concessão específicos. Sua criação foi autorizada pela Lei nº 13.537, de 15 de outubro de 1999, com redação dada pela Lei nº 15.148, de 11 de abril de 2005.

A CELG GT, sociedade de economia mista, é uma subsidiária integral da CELGPAR, a qual possui como principal acionista o Estado de Goiás, com participação de 99,96%, seguido pela Eletrobrás (0,07%) e outros (0,17%), conforme estrutura societária da companhia a seguir:

Figura 1 – Estrutura CELG GT



Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Transmissão:

A CELG GT possui 3 contratos de concessões próprios (63/2001, 003/2015 e 004/2016) e participações acionárias em 4 outros contratos (014/2013, 018/2013, 003/2014 e 008/2016), são elas: Vale São Bartolomeu, Pantanal, Firminópolis e Lago Azul.

Geração:

Atualmente, a Companhia detém o Contrato de Concessão de Rochedo, opera provisoriamente a Usina de São Domingos por força de Portaria, e participa como acionista das Usinas Corumbá III e PCH Fazenda Velha.

A estrutura de negócios da CELG GT possui forte concentração em transmissão e mais especificamente em linhas próprias. Tal posicionamento faz com que não somente a receita da Companhia esteja concentrada na Holding, quanto também o valor do seu negócio.

Os investimentos em participação são minoritários. De um total de R\$ 1,531 bilhão, R\$ 1,36 bi se referem a ativos próprios da holding operacional CELG GT.

Tabela 1 – Valuation Consolidado – CELG GT (R\$'000 – set/2020)

	100%	Participação	% CELG GT
CELG GT	1.359.724,72	100,00%	1.359.724,72
EFV	21.047,38	20,00%	4.209,48
VSB	217.300,50	10,00%	21.730,05
ECIII	266.700,33	37,50%	100.012,62
Pantanal	50.009,00	49,00%	24.504,41
Lago Azul	22.292,00	50,10%	11.168,29
Firminópolis	20.979,50	49,00%	10.279,96
Total			1.531.629,53

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Outro ponto de destaque é que subsidia os possíveis modelos de venda, é que somente uma das participações tem valor de mercados superior a R\$ 25 milhões, ou seja, é possível que na maioria desses investimentos apenas os acionistas das companhias tenham interesse pelos ativos, fato que poderia ser acionado pelo exercício de direitos de preferência.

A participação em Energética Corumbá III (ECIII) é a única exceção, de valor esperado em torno de R\$ 100 milhões e que representa um ativo de geração de energia. Assim, é trabalhada a hipótese de segregação desse ativo no leilão, demonstrando as implicações disso em prazo e condições para a oferta.

3 Modelos em Perspectiva: Leilão Especial ou Oferta Pública de Ações Primárias ou Secundárias

Como apresentado anteriormente, os modelos de alienação estudados seguem duas linhas principais: Leilão Especial na B3 e *Follow On*, ambas permitindo variações ainda em segregação de ativos e venda parcial de ações, se desejado. O leilão especial com mecanismo de viva-voz, visa investidores do segmento, amplia o processo de competição entre eles e o interesse por aumento de *market share*. Em transações em que há transferência de 100% do capital e haja o interesse em atrair um operador para o negócio, essa se torna uma boa escolha e potenciais compradores podem se organizar individualmente, em consórcio ou por outro veículo societário com vistas a alcançar seus objetivos estratégicos. No caso da CELG GT, há predominância em negócios de transmissão, o que direciona a oferta naturalmente a esses players presentes no mercado.

No caso de distribuição pública de ações por meio de oferta secundária de ações ou mesmo primária, no caso de um IPO, busca-se investidores institucionais, estrangeiros e individuais (pessoas físicas e jurídicas), geralmente com perfil mais pulverizado e rentista. Nada impede que fundos de investimento, por exemplo, componham o capital financeiro de estruturas ligadas a um operador no Leilão Especial, mas a colocação acaba tendo um objetivo de foco com vistas a maior liquidez e ágio, se possível, para a transação.

A segregação de ECIII para venda direta no leilão como lote avulso também pode ser considerada. São analisadas, ainda, as implicações da venda parcial de ações em busca de extrair prêmios futuros.

As composições que refletirão essas estruturas, basicamente, são:

- Venda de ações da CELG PAR (Por Leilão Especial ou Oferta Pública Secundária de Ações);
- Venda de ações da CELG GT (Por Leilão Especial ou Abertura de capital – *Initial Public Offering* - IPO).

Variações dos Modelos:

- Cisão ou Redução de Capital da CELG Par, transferindo as ações da CELG GT para o Estado Goiás¹;
- Segregação do ativo EC III, por sua relevância;

¹ A Proposta de Modelagem de Alienação foi realizada conforme o previsto no Termo de Referência da Contratação. Como a CELG Par não faz parte do escopo principal objeto dos trabalhos, os valores propostos no modelo de alienação devem ser ajustados de acordo com as Diligências e Avaliações a serem realizadas na CELG Par.

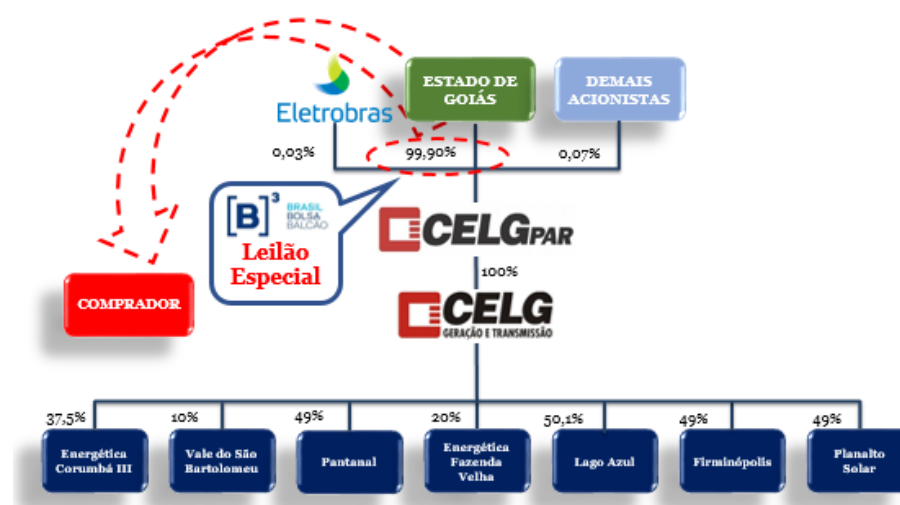
- Oferta parcial de ações (51%) para alienação futura do restante.

A seguir são analisadas ofertas e transações de mercado compatíveis com esses modelos.

4 Aspectos Jurídicos e Rito Processual das Propostas de Modelagem para Alienação da CELG GT e suas participações

4.1 Estado de Goiás vende as ações da CELGPARGT em leilão especial na B3

Figura 2 - Estado de Goiás vende as ações da CELGPARGT em leilão especial na B3



Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Nesta alternativa o Estado de Goiás venderia a totalidade das ações de emissão da CELGPARGT, de sua propriedade (99,90%), em leilão especial na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

4.1.1 Aspectos Jurídicos

- **Licitação:**

A alienação do controle acionário de empresas públicas e sociedades de economia mista exige autorização legislativa e licitação, conforme decidiu o Supremo Tribunal Federal-STF (ADIns 5.624, 5.846, 5.924 e 6.029). Portanto, na hipótese de privatização da CELGPARGT, exigir-se-á autorização legislativa e licitação.

- **Autorização Legislativa:**

Para a privatização da CELGPARGT será necessária a obtenção de autorização legislativa específica. A Lei nº 20.762, de 30 de janeiro de 2020, autoriza o Estado de Goiás a promover medidas de desestatização da CELG GT e outras sociedades indicadas na referida Lei.

- **Leilão na B3:**

Para cumprir a exigência de licitação, a totalidade das ações de emissão da CELGPARG, de propriedade do Estado de Goiás, poderá ser alienada em leilão especial na B3. O emissor de valores mobiliários e a oferta pública de distribuição de ações de propriedade da União, Estados, Distrito Federal e Municípios e demais entidades da administração pública que, cumulativamente, (a) não objetive colocação junto ao público em geral, e (b) seja realizada em leilão organizado por entidade administradora de mercado organizado, estão dispensados, automaticamente, de registro na CVM (art. 5º da Instrução CVM 400/2003 c/c art. 7º da Instrução CVM 480/2009).

- **Direito de Recesso:**

Não aplicável, pois não há hipótese legal de recesso para venda de participação societária de acionistas.

- **Pareceres de Orientação CVM nºs 34 e 35:**

Não aplicáveis, pois a operação envolve venda de participação societária.

- **OPA por Alienação de Controle:**

A aquisição da totalidade das ações da CELGPARG por um terceiro em leilão especial na B3 implicaria alienação de controle, de modo que o adquirente estaria obrigado a realizar OPA por alienação de controle, para aquisição das ações dos acionistas minoritários, por, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do preço pago por ação do bloco de controle (art. 254-A da Lei 6.404/1976).

Alternativamente, o adquirente do controle acionário poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na CELGPARG, mediante pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

- **Acordo de Acionistas das Sociedades Investidas:**

A CELGPARG detém participação indireta (por intermédio da CELG GT) nas seguintes sociedades: Energética Corumbá III S.A., Energética Fazenda Velha S.A., Firminópolis Transmissão S.A., Lago Azul Transmissão S.A., Pantanal Transmissão S.A., Vale do São Bartolomeu Transmissora de Energia S.A. e Planalto Solar Park S.A.

Alguns acordos de acionistas das referidas sociedades asseguram aos demais acionistas Direito de Preferência e/ou *Tag Along*, nos casos de alienação direta ou indireta de ações, conforme quadro resumo abaixo:

Tabela 2 - Quadro Resumo de Direito de Preferência e Tag Along – Sociedades Investidas

Sociedade	Direito de Preferência	Tag Along
Energética Corumbá III S.A.	Sim	Sim
Energética Fazenda Velha S.A	Sim	Sim
Firminópolis Transmissão S.A	Sim	Não
Lago Azul Transmissão S.A.	Sim	Não
Pantanal Transmissão S.A.	Sim	Não
Vale do São Bartolomeu Transmissora de Energia S.A	Sim	Não
Planalto Solar Park S.A.*	Não	Não

*Conforme informado, a Planalto Solar Park S.A. não possui acordo de acionistas.

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Apesar de os acordos de acionistas das sociedades tratarem expressamente do Direito de Preferência, a redação da cláusula referente à transferência de ações nos referidos acordos de acionistas é imprecisa e possibilita a interpretação de que se trata de Direito de Primeira Oferta, podendo surgir eventual discussão se o direito instituído é de Primeira Oferta ou de Direito de Preferência na hipótese de alienação direta ou indireta das ações. Apesar da imprecisão da redação, entendemos tratar-se de efetivo Direito de Preferência e não Direito de Primeira Oferta.

O acordo de acionistas da Energética Corumbá III S.A. expressamente assegura o Direito de Preferência e o Tag Along na hipótese de alienação do controle da CELGPAR ou da CELG GT. Os demais acordos de acionistas, diferentemente do da Energética Corumbá III S.A., apenas asseguram o Direito de Preferência e/ou o Tag Along, conforme aplicável, na hipótese de alienação indireta, sem conceituá-la ou esclarecer até qual nível societário estaria configurada a alienação indireta.

Os demais acionistas das Sociedades Investidas podem renunciar aos seus direitos de preferência previamente à realização da desestatização.

Além disso, embora haja previsão de Direito de Preferência e Tag Along no acordo de acionistas da Energética Fazenda Velha S.A. a nosso ver tais direitos apenas se aplicariam na hipótese de alienação direta das ações da sociedade, isto é, na hipótese de alienação das ações da Energética Fazenda Velha S.A. pela CELG GT. Na presente alternativa o Estado de Goiás alienaria as ações da CELGPAR.

- **Contratos de Consórcio de empreendimentos da CELG GT e da Energética Corumbá III S.A.**

Do mesmo modo, 3 (três) contratos de consórcio de empreendimentos da CELG GT (Consórcio Meia Ponte e Consórcio Rio Claro) e da Energética Corumbá III S.A. (Consórcio Empreendedor Corumbá III) asseguram às demais consorciadas o Direito de Preferência, nas alienações direta e indireta de participações no consórcio, conforme quadro resumo abaixo:

Tabela 3 - Quadro Resumo Direito de Preferência e Tag Along – Consórcios

Consórcio	Direito de Preferência	Tag Along
Meia Ponte	Sim	Não
Rio Claro	Sim	Não
Médio Rio Claro	Não	Não
Mosquito	Não	Não
Empreendedor Corumbá III	Sim	Não

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

O Direito de Preferência relativo ao Consórcio Meia Ponte somente é conferido à consorciada Minas PCH S.A., que poderá exercer o direito diretamente ou por meio de qualquer sociedade de seu grupo.

Por sua vez, o Direito de Preferência referente ao Consórcio Rio Claro é instituído apenas em favor da consorciada Energias Complementares do Brasil - Geração de Energia Elétrica S.A., que poderá exercer o direito diretamente ou por meio de qualquer sociedade de seu grupo.

Os demais consorciados dos Consórcios Meia Ponte e Rio Claro podem renunciar aos seus Direitos de Preferência previamente à realização da desestatização.

Em relação ao Consórcio Empreendedor Corumbá III, entendemos que os demais consorciados não teriam direito ao Direito de Preferência ou ao Direito de Primeira Oferta porque CELG GT é proprietária de ações ordinárias representativas de 37,5% da Energética Corumbá III S.A., que, por sua vez, é titular de participação no Consórcio Empreendedor Corumbá III correspondente a 40%. Portanto, a alienação do controle, direto ou indireto da CELG GT, não resultaria em alienação, direta ou indireta, da participação da Energética Corumbá III S.A. no Consórcio Empreendedor Corumbá III porque CELG GT não controla, isoladamente, a Energética Corumbá III S.A. e, por conseguinte, a participação desta no Consórcio Empreendedor Corumbá III.

- **Processo Competitivo:**

A venda de participação societária em leilão especial na B3 cumpre os requisitos para a alienação do controle de empresa pública e sociedade de economia mista, bem como de subsidiárias e controladas de sociedades de economia mista impostos pelo STF: (a) competitividade entre os potenciais interessados; e (b) observância dos princípios da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência.

- **Ganho de Capital do Estado de Goiás:**

Eventual ganho de capital não estaria sujeito a tributação na hipótese de o Estado de Goiás alienar as ações de emissão da CELGPAR em razão da imunidade assegurada pelo art. 150, VI, “a”, da Constituição Federal.

- **Necessidade de Anuência Prévia da ANEEL:**

Com a aquisição das ações da CELGPAR em leilão especial na B3 por um terceiro, haveria assunção do controle indireto da CELG GT pelo terceiro.

A assunção do controle societário caracteriza transferência de controle nos termos das normas da ANEEL (art.3º, II, da Resolução ANEEL nº 484/2012).

- **CADE:**

Na hipótese de os grupos envolvidos cumprirem os parâmetros de faturamento bruto: > R\$750 MM e > R\$75 MM haverá necessidade de aprovação prévia do CADE (Lei Antitruste, art. 88, I e II), posto que seria preenchida uma das seguintes condições:

- (i) aquisição de ações que acarrete aquisição do controle compartilhado ou unitário (Lei Antitruste, art. 90, II c/c Resolução CADE nº 2/2012, art. 9º, I); ou
- (ii) aquisição de ações representativas de participação societária equivalente a 5% por concorrente ou agente verticalmente relacionado ou de 20% nos demais casos (Lei Antitruste, art. 90, II c/c Resolução CADE nº 2/2012, art. 10).

- **Contratos Relevantes:**

Eventuais efeitos nos contratos relevantes celebrados pela CELGPAR, CELG GT e sociedades investidas, sobretudo os contratos financeiros, como vencimentos antecipados, anuências prévias e comunicações às contrapartes, devem ser observados.

Prazo Estimado para Realização da Operação: até 18 meses.

4.2 CELGPARG vende as ações da CELG GT em leilão especial na B3

Figura 3 - CELGPARG vende as ações da CELG GT em leilão especial na B3



Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Nesta alternativa a CELGPARG venderia a totalidade das ações de emissão da CELG GT, de sua propriedade (100%), em leilão especial na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão.

4.2.1 Aspectos Jurídicos

- **Autorização Legislativa:**

A Lei nº 20.762, de 30 de janeiro de 2020, autoriza o Estado de Goiás a promover medidas de desestatização da CELG GT e outras sociedades indicadas na referida Lei.

- **Direito de Preferência dos Acionistas Minoritários da CELGPARG:**

Na hipótese de alienação das ações da CELG GT pela CELGPARG, os acionistas da CELGPARG terão direito de preferência, na proporção das ações que possuírem no capital da CELGPARG, para adquirir as ações da CELG GT a serem alienadas (art. 253 da Lei 6.404/1976).

O direito de preferência deverá ser oferecido aos acionistas da CELGPARG na assembleia geral que aprovar a alienação das ações da CELG GT, não podendo seu prazo de exercício ser inferior a 30 dias (art. 253, par. único c/c o art. 171 da Lei 6.404/1976).

O Estado de Goiás deverá renunciar ou não exercer o seu direito de preferência para viabilizar a alienação do controle da CELG GT.

- **Ganho de Capital da CELGPARGT:**

CELGPARGT alienaria suas ações de CELG GT, resultando na apuração de ganho de capital incidente na operação, conforme soluções de consulta da Receita Federal (SC nº 164/2019; e SC nº 175/2010).

Há ganho de capital quando verificada diferença positiva entre o preço de alienação da participação societária e o seu respectivo custo contábil que, no caso, é avaliado pelo método de equivalência patrimonial (art. 31, §1º, do Decreto-Lei nº 1.598/1977 c/c art. 248 da Lei 6.404/76).

A regra vigente determina que os resultados (ganhos ou perdas) na alienação de bens do ativo não circulante classificados como investimentos sejam computados na determinação do lucro real e do resultado ajustado (art. 59, §1º, II, da IN nº 1.700/2017 c/c art. 31, *caput*, do Decreto-Lei nº 1.598/1977).

O ganho de capital apurado deverá ser escriturado na conta de outros resultados operacionais da investidora/alienante, sujeitando-se à alíquota de 34% de IRPJ/CSLL.

Caso a investidora/alienante esteja sujeita à forma de pagamento de IRPJ/CSLL prevista no art. 2º da Lei nº 9.430/96, o ganho de capital registrado em outras receitas operacionais deverá compor o cálculo do pagamento dos tributos por estimativa.

A operação deverá ser escriturada na Escrituração Contábil Fiscal – ECF (o que inclui os lançamentos no e-Lalur).

A alienação de bem do ativo não circulante classificado como investimento não integra a base de cálculo do PIS/COFINS (art. 1º, §3º, II, da Lei nº 10.833/2003 c/c art. 1º, §3º, VI, da Lei nº 10.637/2002).

- **Necessidade de Anuência Prévia da ANEEL:**

Com a aquisição das ações da CELG GT em leilão especial na B3 por um terceiro, haveria assunção do controle direto da CELG GT pelo terceiro.

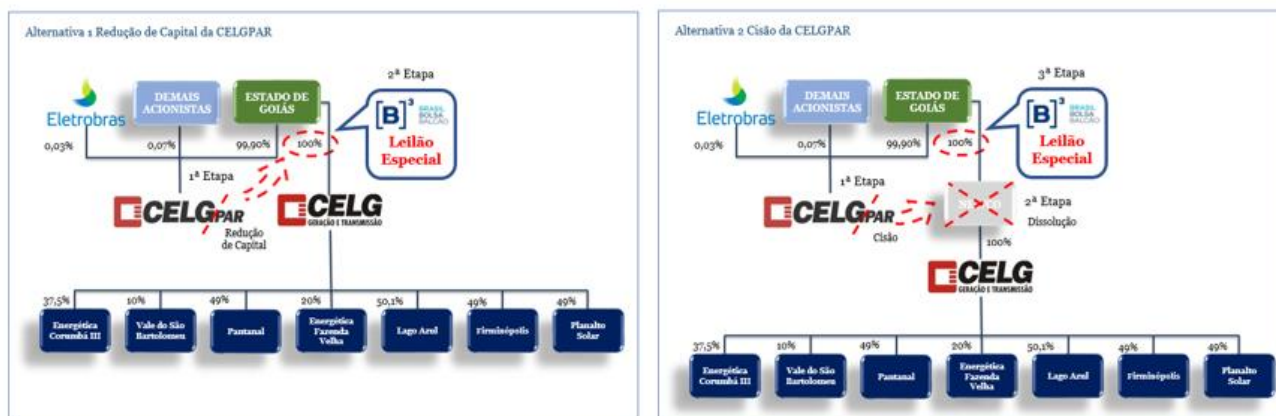
A assunção do controle societário caracteriza transferência de controle nos termos das normas da ANEEL (art.3º, II, da Resolução ANEEL nº 484/2012).

Demais Condições: idem ao item 4.1 acima, conforme aplicável.

Prazo Estimado para Realização da Operação: até 12 meses.

4.3 Estado de Goiás vende as ações da CELG GT em leilão especial na B3 com reestruturação

Figura 4 - Estado de Goiás vende as ações da CELG GT em leilão especial na B3 com reestruturação



Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Nesta alternativa o Estado de Goiás venderia diretamente (e não por meio da CELG PAR) a totalidade das ações de emissão da CELG GT em leilão especial na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão. Antes do leilão especial na B3 seria implementada uma reestruturação societária, que poderá consistir, sem prejuízo de realização de outra operação com efeitos semelhantes, (i) em uma redução de capital da CELG PAR com a entrega da participação da CELG PAR na CELG GT para o Estado de Goiás e demais acionistas, ou (ii) na realização de uma cisão parcial da CELG PAR, com versão de parcela do patrimônio da CELG PAR correspondente à participação por ela detida na CELG GT para uma nova sociedade ("NewCo"). No caso do item (ii), após a implementação da cisão parcial, a NewCo seria dissolvida, de modo que o Estado de Goiás e os demais acionistas passem a deter participação direta na GELG GT e o Estado de Goiás promova a venda das ações da CELG GT em leilão especial na B3.

4.3.1 Aspectos Jurídicos

- **Autorização Legislativa:**

A Lei nº 20.762, de 30 de janeiro de 2020, autoriza o Estado de Goiás a promover medidas de desestatização da CELG GT, incluindo a realização de reestruturação societária (cisão e dissolução), de modo que a venda das ações da CELG GT seja realizada diretamente pelo Estado de Goiás.

Embora a referida Lei não mencione expressamente a redução de capital, entendemos que esta operação também estaria nela contida, pois a redução de capital produz efeitos semelhantes às operações por ela autorizadas, além de estar em linha com a finalidade da referida Lei, que é a de autorizar o Estado de Goiás a promover medidas para a desestatização da CELG GT.

- **Cisão Parcial da CELGPAR:**

A cisão é uma operação pela qual uma sociedade transfere parcela de seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para este fim ou já existentes, extinguindo-se a sociedade cindida, se houver versão de todo o patrimônio, e subsistindo a sociedade cindida, se parcial a versão.

A cisão parcial da CELGPAR, com versão de parcela do patrimônio da CELGPAR correspondente à participação por ela detida na CELG GT para uma NewCo deverá ser aprovada pela assembleia geral da CELGPAR. A CELGPAR subsistiria com os seus demais ativos e passivos.

Os acionistas dissidentes terão direito de recesso na hipótese de a cisão implicar (i) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; (ii) redução do dividendo obrigatório; ou (iii) participação em grupo de sociedades (arts. 136, IX, e 137, III, da Lei 6.404/1976).

O reembolso poderá ser realizado, conforme vontade do acionista dissidente, pelo critério previsto no estatuto social, não podendo ser inferior ao patrimônio líquido, exceto se calculado com base no valor econômico (art. 45, §1º, da Lei 6.404/1976). O Estatuto Social da CELGPAR é silente quanto ao critério de reembolso.

Contudo, o valor do reembolso pelo patrimônio líquido já foi discutido nos tribunais administrativos e judiciais, havendo decisões contrária do STJ e favorável da CVM, conforme exposto abaixo:

Contra o Valor Contábil: *“Entretanto, o legislador, ao eleger um critério para fixar um patamar mínimo de valor de reembolso, por certo não desconsiderou a existência de um sem número de situações em que esse critério mínimo se mostre inadequado para fins de aferição do valor das ações e seja imperiosa a eleição de critério distinto, mais vantajoso, sob pena de aviltar os direitos dos acionistas minoritários. São situações tais como aquela em que o patrimônio líquido contábil represente tão somente um valor simbólico, histórico ou desatualizado ou se estiver diante, por exemplo, de uma sociedade de baixo patrimônio, mas de grande capacidade de geração de lucros ou, ainda, de sociedade na iminência de grande aumento do seu potencial lucrativo pelo advento de conjuntura econômica mais benéfica.” (STJ; RESP 1.572.648; 12/9/17)*

A Favor do Valor Contábil: *“O Relator também ressaltou que a definição do critério de avaliação não confere aos acionistas dissidentes direito algum sobre elemento registrado no patrimônio líquido da Companhia. Cuida-se apenas de fixar o modo pelo qual o valor da companhia será representado para fins do cálculo do reembolso. Uma vez definido o critério no estatuto ou na lei, não pode a administração afastar-se de seu emprego no cálculo do reembolso, até mesmo em razão da importância de se ter previsibilidade quanto ao valor da possível despesa que a Companhia terá de arcar em razão do direito de retirada.” (CVM; PROC. 19957.003735/2017-71; 5/9/17)*

Uma alternativa para evitar questionamentos dos acionistas minoritários seria conferir-lhes o reembolso pelo valor de mercado de suas ações.

Como a CELGPARG é uma companhia aberta, a NewCo também deverá ser aberta, devendo obter o respectivo registro e promover a admissão de negociação de suas ações no mercado secundário, no prazo máximo de 120 dias, contados da data da assembleia geral que aprovar a operação. O descumprimento dessa obrigação dará ao acionista o direito de retirar-se da CELGPARG, mediante reembolso do valor das ações, conforme detalhado acima.

Caso os demais acionistas da CELGPARG não exerçam o direito de recesso, eles serão igualmente acionistas da NewCo, mantidas as mesmas participações que detêm na CELGPARG.

O ato da cisão poderá prever que a NewCo somente será responsável pelas obrigações que lhe forem transferidas, não respondendo de forma solidária pelas obrigações da CELGPARG (art. 233, par. único, da Lei 6.404/1976). Nessa hipótese, qualquer credor poderá se opor à limitação de responsabilidade, em relação ao seu crédito, desde que notifique a sociedade no prazo de 90 (noventa) dias a contar da publicação dos atos da cisão.

- **Redução de Capital da CELGPARG:**

A redução do capital social das companhias está disciplinada nos artigos. 173 e 174 da Lei nº 6.404/76.

A assembleia geral pode deliberar a redução do capital social (i) se houver perda, até o montante dos prejuízos acumulados, ou (ii) se julgá-lo excessivo. Na primeira hipótese, o capital social é reduzido para compensar prejuízos acumulados. Na segunda hipótese, há a redução do capital com restituição de capital aos acionistas, em dinheiro, bens e/ou direitos, desde que todos recebam tratamento isonômico.

Admitem-se, observadas certas regras, outras duas hipóteses de redução do capital social: (i) reembolso ao acionista dissidente (art. 45 da Lei nº 6.404/76); e (ii) pagamento das ações caídas em comisso (art. 107 da Lei nº 6.404/76).

A competência para deliberar a redução do capital social da CELGPARG com a entrega da participação da CELGPARG na CELG GT para o Estado de Goiás e demais acionistas será da assembleia geral da CELGPARG.

Se aprovada a redução do capital social, os credores quirografários (aqueles que não são titulares de garantias ou privilégios) da CELGPARG, por títulos anteriores à data da publicação da ata, poderão opor-se à redução com restituição de capital aos acionistas, notificando a sociedade e dando ciência à Junta Comercial. O prazo decadencial para a oposição é de 60 dias, contados da data da publicação da ata.

Transcorrido o prazo decadencial sem oposição de credores, a ata poderá ser arquivada na Junta Comercial e se tornará efetiva (efeitos perante terceiros).

Manifestada a oposição, seja qual for o montante do crédito, a ata não poderá ser arquivada na Junta Comercial e não se tornará efetiva (efeitos perante terceiros), salvo se a companhia demonstrar o pagamento do crédito ou depositar a respectiva importância em juízo.

Depois de arquivada a ata na Junta Comercial, basta a publicação da certidão do arquivamento, dispensando-se a publicação, novamente, da própria ata.

Se houver debêntures emitidas pela CELGPARG em circulação, a redução de capital não poderá ser efetivada sem prévia aprovação pela maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia especial.

Por ausência de previsão legal, a redução do capital social não gera direito de recesso aos acionistas dissidentes. Todavia, o acionista controlador poderá responder por eventuais danos causados aos acionistas minoritários por atos praticados com abuso de poder, nos termos do art. 117 da Lei nº 6.404/76.

Uma alternativa para evitar discussões com os acionistas minoritários seria conceder-lhes a opção de receberem em dinheiro a restituição de capital que lhes couber em decorrência do cancelamento de suas ações pelo respectivo valor de mercado.

- **Liquidação da NewCo:**

No caso de implementação da cisão, a NewCo seria dissolvida, de modo que o Estado de Goiás passe a deter participação direta na GELG GT e promova a venda das ações da CELG GT em leilão especial na B3.

A NewCo deverá ser dissolvida por deliberação da assembleia geral e conservará a personalidade jurídica, até a sua extinção, com o fim de proceder à liquidação.

Considerando que a NewCo será uma sociedade nova, com prazo curto de duração (período entre a cisão parcial e sua liquidação), tendo por único ativo a sua participação em CELG GT, a dissolução, liquidação e extinção da NewCo poderiam ser aprovadas em uma mesma assembleia geral.

A dissolução da companhia também confere aos acionistas dissidentes o direito de recesso (art. 136, X, da Lei 6.404/1976).

- **Cancelamento de Registro de Companhia Aberta (Fechamento de Capital) ou Aquisição pelo Estado de Goiás das Ações em Circulação:**

O Estado de Goiás poderá tentar adquirir em bolsa de valores as ações em circulação da CELGPARG ou o registro de companhia aberta da CELGPARG poderá ser cancelado antes da privatização com o intuito de agilizar e/ou evitar a interferência dos acionistas minoritários na reestruturação societária e/ou na desestatização da CELGPARG.

A companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, deverá formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela CVM.

Terminado o prazo da oferta pública, se remanescerem em circulação menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia, a assembleia geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta.

Os titulares de, no mínimo, 10% das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia. O pedido de convocação da assembleia especial deverá ser fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas minoritários convocar a assembleia quando os administradores não o fizerem. Os acionistas que requererem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública.

- **Necessidade de Anuência Prévia da ANEEL:**

A realização da reestruturação societária intragrupo (redução de capital ou cisão parcial e dissolução), dispensaria a anuência prévia da ANEEL (art. 6º, I, da Resolução ANEEL nº 484/2012).

Em relação à venda das ações da CELG GT em leilão especial na B3 pelo Estado de Goiás, com a aquisição das ações da CELG GT em leilão especial na B3 por um terceiro, haveria assunção do controle da CELG GT por parte do terceiro.

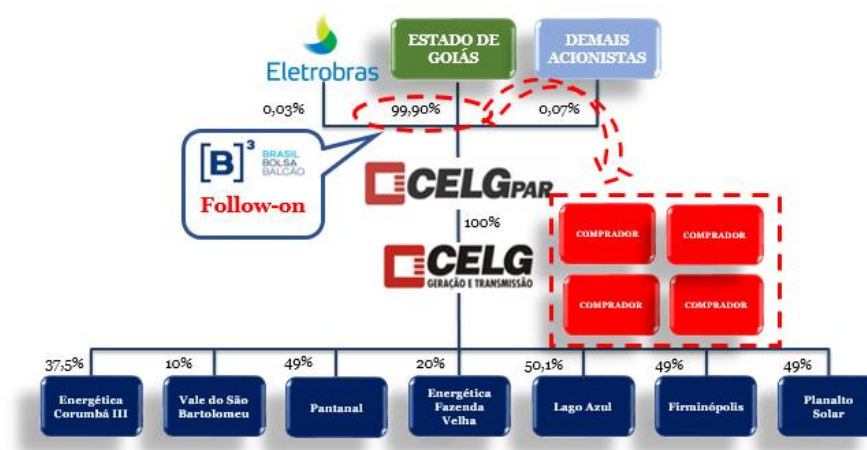
A assunção do controle societário caracteriza transferência de controle nos termos das normas da ANEEL (art. 3º, II, da Resolução ANEEL nº 484/2012).

Demais Condições: idem aos itens 4.1e 4.2 acima, conforme aplicável.

Prazo Estimado para Realização da Operação: até 18 meses.

4.4 Distribuição pública de ações (*Follow on*) da CELGP

Figura 5 - Distribuição pública de ações (follow on) da CELGP na B3



Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Nesta alternativa o Estado de Goiás realizaria uma oferta pública (secundária) da totalidade das ações de CELGP, nos termos da Instrução CVM nº 400/2003 ou da Instrução CVM nº 476/2009 (esforços restritos).

4.4.1 Aspectos Jurídicos

Quanto ao procedimento de distribuição, não são aplicáveis às ofertas públicas com esforços restritos as normas da Instrução CVM nº 400/2003, exceto as regras referentes à distribuição parcial nas ofertas públicas previstas nos arts. 30 e 31, que dispõem sobre o tratamento a ser dado no caso de não haver a distribuição total dos valores mobiliários ou a captação do montante total, e as regras de conduta previstas no art. 48, todas da referida Instrução CVM nº 400/2003.

A oferta pública com esforços restritos disciplinada pela Instrução CVM nº 476/2009 proporciona uma série de benefícios, como tempo reduzido e custos menores, uma vez que está dispensada de registro na CVM e, também, da elaboração de prospecto, que envolve processo minucioso e demorado.

Deste modo, na hipótese de a limitação do número de investidores a ser alcançado atender aos interesses da CELGP, a oferta pública com esforços restritos, regulada pela Instrução CVM nº 476/2009, se apresenta como forma adequada de distribuição, já que facilita o acesso ao mercado de capitais.

As ofertas públicas com esforços restritos possuem as seguintes características:

- (i) são destinadas exclusivamente a investidores profissionais;
- (ii) devem ser intermediadas por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários;

- (iii) permitem a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, sendo vedada a busca de investidores por intermédio de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores;
- (iv) as ações ofertadas deverão ser subscritas por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais, sendo que, para os fins dos limites impostos pela Instrução CVM nº 476/2009 quanto ao número de investidores:
 - a) serão considerados como um único investidor os Fundos de Investimento e as carteiras administradas de valores mobiliários cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor; e
 - b) não serão considerados os investidores que exercerem direito de prioridade ou preferência.
- (v) estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição na CVM;
- (vi) o ofertante não poderá realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor dentro do prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento ou do cancelamento da oferta, a menos que a nova oferta seja submetida a registro na CVM, como oferta pública, nos termos da Instrução da CVM nº 400/2003.

As ofertas públicas devem ser realizadas por intermédio de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, como os bancos de investimento, corretoras ou distribuidoras. Essas instituições poderão se organizar em consórcios com o fim específico de distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão, sempre sob a organização de uma instituição líder, que assume responsabilidades específicas. Para participar de uma oferta pública, o investidor precisa ser cadastrado em uma dessas instituições.

- **Registro na CVM:**

Aplicável se o *follow-on* for realizado nos termos da Instrução nº 400/2003; e não aplicável, se consistir em oferta pública com esforços restritos (Instrução CVM nº 476/2009).

- **Direito de Recesso:**

Não aplicável, pois não há hipótese legal de recesso para venda de participação societária de acionistas.

- **Pareceres de Orientação CVM nºs 34 e 35:**

Não aplicáveis, pois a operação envolve venda de participação societária.

- **OPA por Alienação de Controle:**

Não aplicável. Nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/1976 é necessário que ocorra a efetiva alienação do controle. A aquisição do controle não significa, necessariamente, que tenha havido a sua alienação.

Um terceiro pode adquirir o controle embora não haja um controlador anterior. É o que ocorre na aquisição originária, em que o controle se forma nas mãos do adquirente. Difere, pois, da aquisição derivada, em que o controle integrava o patrimônio do vendedor e é assim transferido ao comprador. O art. 254-A da Lei 6.404/1976 somente é aplicável a aquisições derivadas; isto é, quando há uma efetiva alienação do controle.

- **Processo Competitivo:**

O *follow-on* (i) é uma oferta pública realizada no mercado de capitais e em conformidade com as suas normas e (ii) alcança diversos tipos de investidores, inclusive no caso de oferta pública com esforços restritos, direcionada a até 75 investidores profissionais, possibilitando, assim, a maximização do preço. Deste modo, pode-se sustentar que o *follow-on* é um processo competitivo, cumprindo os requisitos para a alienação do controle de empresa pública e sociedade de economia mista, bem como de subsidiárias e controladas de sociedades de economia mista impostos pelo STF: (a) competitividade entre os potenciais interessados; e (b) observância dos princípios da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência.

- **Dispensa de Anuência Prévia da ANEEL:**

Apenas a assunção ou ampliação do controle societário caracteriza transferência de controle nos termos das normas da ANEEL (art. 3º, II, da Resolução ANEEL nº 484/2012).

No *follow on*, como exposto acima, ocorreria uma aquisição originária, em que o controle se forma nas mãos do adquirente, já que haverá uma oferta pública das ações da CELGPAR (oferta pulverizada). Não se trata, portanto, de aquisição derivada, que decorre de alienação de controle que integrava o patrimônio da vendedora e é assim transferido ao comprador.

- **CADE:**

Na hipótese de os grupos envolvidos cumprirem os parâmetros de faturamento bruto: > R\$750 MM e > R\$75 MM haverá necessidade de aprovação prévia do CADE (Lei Antitruste, art. 88, I e II), posto que seria preenchida uma das seguintes condições:

- (i) aquisição de ações que acarrete aquisição do controle compartilhado ou unitário (Lei Antitruste, art. 90, II c/c Resolução CADE nº 2/2012, art. 9º, I); ou
- (ii) aquisição de ações representativas de participação societária equivalente a 5% por concorrente ou agente verticalmente relacionado ou de 20% nos demais casos (Lei Antitruste, art. 90, II c/c Resolução CADE nº 2/2012, art. 10).

Regime especial de controle prévio (RICADE, art. 107):

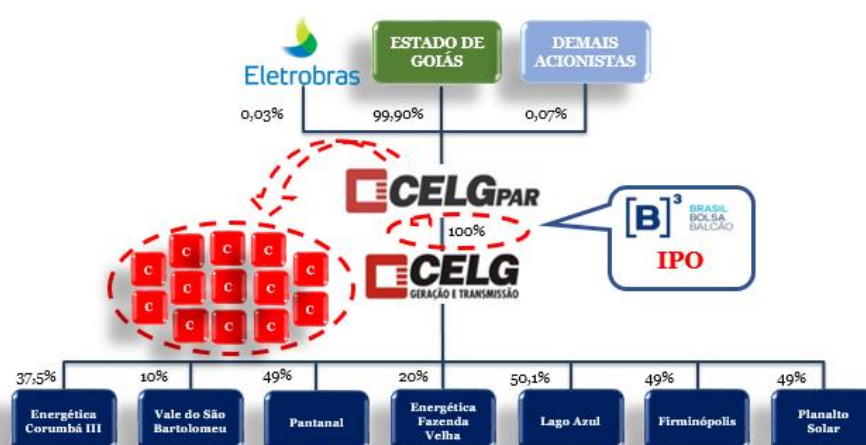
- ✓ Operações de oferta pública de ações podem ser notificadas a partir de sua publicação e independem da aprovação prévia do CADE para sua consumação. Contudo, é proibido o exercício dos direitos políticos relativos à participação societária adquirida até a decisão final do CADE.
- ✓ CADE pode autorizar, antes da aprovação da operação, o exercício de direitos políticos quando necessário para a proteção do valor investido.

Demais Condições: idem aos itens 4.1e 4.2 acima, conforme aplicável.

Prazo Estimado para Realização da Operação: até 18 meses.

4.5 Registro de companhia aberta e distribuição de ações (IPO) da CELG GT

Figura 6 - Registro de companhia aberta e distribuição de ações (IPO) da CELG GT



Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Nesta alternativa a CELG GT solicitaria o registro de companhia aberta à CVM, como emissora na categoria A, e faria uma oferta pública inicial de distribuição de ações (IPO) primária, a partir da emissão de novas ações, e secundária, incluindo as ações de titularidade da CELG PAR.

4.5.1 Aspectos Jurídicos

• Procedimento de Registro de Companhia Aberta na categoria A na CVM:

O registro na CVM na categoria A autoriza o emissor a negociar quaisquer valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Quanto aos procedimentos, o pedido de registro de companhia aberta deve seguir os procedimentos previstos na Instrução CVM nº 480/2009, com a apresentação dos documentos exigidos, entregues, exclusivamente, de forma eletrônica por meio do Sistema Empresas.NET, incluindo:

- (i) Petição assinada pelo Diretor de Relações com Investidores-RI requerendo o registro;
- (ii) Ato societário que autorizou a abertura de capital;
- (iii) Ata de eleição do Diretor de RI;
- (iv) Estatuto atualizado e consolidado, acompanhado do ato societário que o aprovou;
- (v) Formulário de Referência;
- (vi) Formulário Cadastral;
- (vii) Demonstrações financeiras dos últimos três exercícios sociais;
- (viii) Demonstrações financeiras auditadas baseadas (a) no encerramento do último exercício social; ou (b) em data não anterior a 120 (cento e vinte) dias da data de protocolo do pedido de registro na CVM, exclusivamente no caso de: (i) a estrutura de capital do emissor ter sido substancialmente alterada desde o encerramento do último exercício social; ou (ii) o emissor ter sido constituído no presente exercício social;
- (ix) Discussão e análise da administração sobre as diferenças entre as demonstrações financeiras apontadas acima, caso aplicável;
- (x) Atas das assembleias gerais ocorridas nos últimos 12 (doze) meses;
- (xi) Cópias de acordos de acionistas ou instrumentos similares arquivados na companhia;
- (xii) Cópia do contrato com entidade prestadora de serviços de escrituração de ações;
- (xiii) Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, baseado em demonstrações financeiras auditadas do último exercício social;
- (xiv) Política de divulgação;
- (xv) Informações Trimestrais – ITR para cada trimestre do exercício social corrente, baseado em demonstrações financeiras intermediárias da companhia, submetidas a revisão especial pelos auditores independentes;
- (xvi) Cópias dos termos de posse dos membros do conselho de administração e da diretoria;
- (xvii) Cópia da política de negociação de valores mobiliários, se houver; e
- (xviii) Formulários sobre os valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos membros da administração.

O pedido de registro inicial de emissor poderá ser realizado de forma concomitante com o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, para que seja analisado conjuntamente pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) da CVM.

A partir do registro na categoria A, a companhia deverá atentar para o cumprimento das exigências regulamentares impostas, no que se refere à entrega das informações periódicas e eventuais previstas, em especial nas Instruções CVM nº 358/2002, 480/2009 e 481/2009, que se resumem, essencialmente, na apresentação dos seguintes documentos:

- (i) Formulário Cadastral – qualquer alteração deve ser divulgada no prazo de até 7 (sete) dias úteis do fato que deu causa à alteração. Anualmente, as informações cadastrais devem ser confirmadas até 31 de maio de cada ano;
- (ii) Formulário de Referência – atualizado anualmente, no prazo de até 5 (cinco) meses contados do encerramento de cada exercício social (exceto por determinadas informações, que devem ser atualizadas no prazo de até 7 (sete) dias úteis);
- (iii) Demonstrações Financeiras – devem ser divulgadas no prazo de até 3 (três) meses após o encerramento de cada exercício social;
- (iv) DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas – devem ser arquivadas junto à CVM no menor prazo entre (a) três meses após o encerramento de cada exercício social; ou (b) na data da apresentação das demonstrações financeiras;
- (v) ITR – Informações Trimestrais – devem ser arquivados perante à CVM no prazo de até 45 (quarenta e cinco) dias após o encerramento de cada trimestre do exercício social;
- (vi) Documentos relativos às assembleias gerais, incluindo editais de convocação (no prazo de 15 (quinze) dias antes da assembleia ou na data de sua publicação, o que ocorrer primeiro), proposta da administração (na mesma data da convocação), sumário das deliberações tomadas e mapa sintético e detalhado final de votação (no mesmo dia da realização da assembleia) e a ata da assembleia geral (no prazo de até 7 (sete) dias úteis a partir de sua realização);
- (vii) Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - em até 7 (sete) meses contados da data de encerramento do exercício social;
- (viii) Outros documentos e informações relevantes: (i) atas das reuniões dos conselhos de administração e fiscal (7 (sete) dias úteis); (ii) relatórios relativos à avaliação de ativos, sempre que aplicável; (iii) acordos de acionistas (7 (sete) dias úteis); (iv) fatos relevantes (no mesmo dia da publicação); (v) modificações à política de negociação; (vi) alterações à política de divulgação; (vii) alterações ao estatuto social (7 (sete) dias úteis para apresentação do estatuto consolidado); (viii) apresentações feitas a analistas (mesmo dia); (ix) relatórios de rating (mesmo dia); (x) termo de securitização de recebíveis (sete dias úteis); (xi) escrituras de emissão de debêntures e seus aditamentos (7 (sete) dias úteis); (xii) informações sobre processos de falência, recuperação judicial e extrajudicial (mesmo dia do protocolo ou ciência da decisão); (xiii) instalação, modificação e dissolução ao comitê estatutário de auditoria e seu regimento interno (7 (sete) dias úteis); (xiv) comunicado sobre aumento de capital deliberado pelo conselho de administração (7 (sete) dias úteis ou na mesma data da divulgação da ata, o que ocorrer primeiro); (xv) comunicado sobre transações com partes relacionadas (7 (sete) dias úteis); (xvi) comunicado sobre aprovação de negociação de ações da própria emissão (7 (sete) dias úteis ou na mesma data da divulgação da ata que aprovou a negociação, o que ocorrer primeiro).

- **Procedimento de Oferta Pública de Distribuição:**

Para o registro da Oferta Pública de Distribuição, nos termos da Instrução nº 400/2003, devem ser elaborados e preparados os documentos exigidos para apresentação do requerimento de registro na CVM, incluindo:

- (i) Os atos societários que aprovam a abertura de capital, a listagem, a oferta, e o aumento do capital, no caso de oferta primária, tomada pelos órgãos societários competentes do ofertante e das decisões administrativas exigíveis, com todos os documentos que fizeram ou serviram de base para as referidas deliberações, bem como dos respectivos anúncios de convocação, se for o caso;
- (ii) Contrato de distribuição de valores mobiliários celebrado entre a companhia e os coordenadores da oferta;
- (iii) Contratos de estabilização de preços e/ou de garantia de liquidez;
- (iv) Pedidos de reserva e boletins de subscrição;
- (v) O prospecto, preliminar ou definitivo, contendo as principais informações da oferta, nos termos do Anexo III da Instrução CVM nº 400/2003, que servirá como material informativo de venda e divulgação aos investidores;
- (vi) Minutas dos Anúncios de Início e de Encerramento de Distribuição e indicação dos meios de comunicação que serão utilizados na divulgação;
- (vii) Pedido de registro da oferta;
- (viii) Contrato de escrituração de ações;
- (ix) Declarações de veracidade, certificados e prova de cumprimento das formalidades prévias, que não decorram da Instrução CVM nº 400/2003;
- (x) Comprovante de pagamento da taxa de fiscalização
- (xi) Documentação de registro da Companhia para liquidação e custódia; e
- (xii) Apresentação de road show e material publicitário.

Até que a oferta pública seja divulgada ao mercado, os participantes deverão limitar: (i) a divulgação de informações relativas à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida; e (ii) a utilização da informação estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta; (iii) abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição nos 60 (sessentas) dias que antecedem o protocolo do pedido de registro da oferta ou desde a data em que a oferta foi decidida ou projetada, o que ocorrer por último.

A partir do momento em que a oferta se tornar pública, ao divulgar informação relacionada à companhia ou à oferta, os participantes da oferta deverão: (i) observar os princípios de qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; e (ii) esclarecer as ligações com a companhia ou seu interesse na oferta nas suas manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a companhia ou suas ações.

Feito o protocolo do pedido de registro, a CVM tem um prazo de 20 dias úteis para se manifestar sobre o deferimento ou apresentação das exigências a serem cumpridas. A partir do protocolo, a oferta é de conhecimento público, mas esforços de venda ainda são vedados.

Com o deferimento do registro ou cumprimento das exigências iniciais, ocorre a publicação de aviso ao mercado e passados cinco dias úteis, inaugura-se o período de reserva, mediante e realização de apresentações de road show.

O registro de distribuição de valores mobiliários caducará se o Anúncio de Início de Distribuição e o Prospecto não forem divulgados até 90 (noventa) dias após a sua obtenção. A partir da divulgação do Anúncio de Início de Distribuição, a subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta de distribuição deverá ser realizada no prazo máximo de 6 (seis) meses.

Concomitante ao processo de registro da Oferta Pública de Distribuição e ao processo de registro de companhia aberta, caso aplicável, devem ser realizados os procedimentos de listagem da Companhia na B3 como emissora de valores mobiliários e admissão à negociação de valores mobiliários por ela emitidos.

Para listagem, deverão ser apresentados à B3 (i) requerimento de listagem e declaração assinados pelo Diretor de Relações com Investidores, conforme modelo preestabelecido pela B3; (ii) cópia da documentação apresentada a CVM para fins de registro de companhia aberta e de Oferta Pública de Distribuição; (iii) cópia do estatuto social atualizado, adaptado às cláusulas mínimas divulgadas pela B3; (iv) cópia do contrato com o agente emissor dos certificados ou com a instituição financeira depositária dos valores mobiliários; (v) documentos necessários à formalização contratual com a central depositária da B3.

Além do segmento básico de listagem, a B3 possui segmentos especiais relacionados a níveis diferenciados de governança corporativa, tais como o Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa, cuja adesão é facultativa.

As ofertas públicas devem ser realizadas por intermédio de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, como os bancos de investimento, corretoras ou distribuidoras. Essas instituições poderão se organizar em consórcios com o fim específico de distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão, sempre sob a organização de uma instituição líder, que assume responsabilidades específicas. Para participar de uma oferta pública, o investidor precisa ser cadastrado em uma dessas instituições.

- **Dispensa de Anuência Prévia da ANEEL:**

Apenas a assunção ou ampliação do controle societário caracteriza transferência de controle nos termos das normas da ANEEL (art. 3º, II, da Resolução ANEEL nº 484/2012).

Na Oferta Pública de Distribuição, como exposto acima, ocorreria uma aquisição originária, em que o controle se forma nas mãos do adquirente, já que haverá uma oferta pública das ações da CELG GT. Não se trata, portanto, de alienação de controle que integrava o patrimônio da vendedora e é assim transferido ao comprador.

- **CADE:**

Na hipótese de os grupos envolvidos cumprirem os parâmetros de faturamento bruto: > R\$750 MM e > R\$75 MM haverá necessidade de aprovação prévia do CADE (Lei Antitruste, art. 88, I e II), posto que seria preenchida uma das seguintes condições:

- (iii) aquisição de ações que acarrete aquisição do controle compartilhado ou unitário (Lei Antitruste, art. 90, II c/c Resolução CADE nº 2/2012, art. 9º, I); ou
- (iv) aquisição de ações representativas de participação societária equivalente a 5% por concorrente ou agente verticalmente relacionado ou de 20% nos demais casos (Lei Antitruste, art. 90, II c/c Resolução CADE nº 2/2012, art. 10).

Regime especial de controle prévio (RICADE, art. 107):

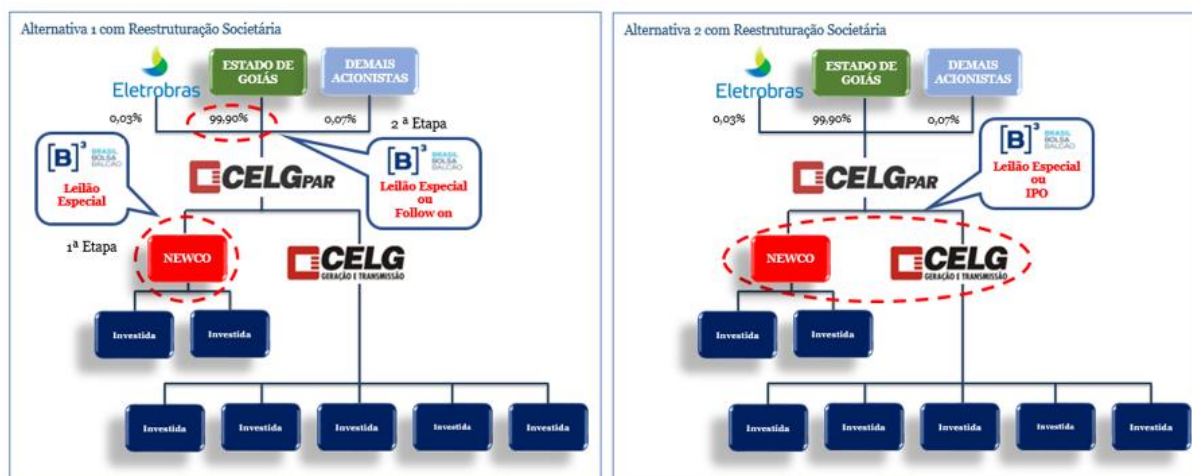
- ✓ Operações de oferta pública de ações podem ser notificadas a partir de sua publicação e independem da aprovação prévia do CADE para sua consumação. Contudo, é proibido o exercício dos direitos políticos relativos à participação societária adquirida até a decisão final do CADE.
- ✓ CADE pode autorizar, antes da aprovação da operação, o exercício de direitos políticos quando necessário para a proteção do valor investido.

Demais Condições: idem aos itens 4.1e 4.2 acima, conforme aplicável.

Prazo Estimado para Realização da Operação: até 24 meses.

4.6 Segregação dos Ativos e Sociedades Investidas de Geração e Transmissão

Figura 7 - Segregação das Sociedades Investidas



Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Quaisquer das alternativas acima podem ser implementadas com a segregação dos Ativos e das Sociedades Investidas de Geração e Transmissão, que seriam vertidos para uma ou mais sociedades a serem constituídas (“NewCos”), de modo que a venda das ações da NewCos seja realizada diretamente pela CELGPARG em leilão especial na B3.

Demais Condições: idem aos itens 4.1 e 4.2 acima, conforme aplicável.

Prazo Estimado para Realização da Operação: até 24 meses.

4.7 Alienação de participação acionária correspondente a 51% do capital votante da CELGPARG ou CELG GT, conforme aplicável.

- **Governança:**

Como nesse cenário a participação acionária do Estado de Goiás na CELGPARG ou da CELGPARG na CELG GT, conforme aplicável, seria reduzida para 49% após as Ofertas Públicas ou Leilões Especiais na B3, o Estado de Goiás, direta ou indiretamente, poderia o seu poder de controle.

Nessa hipótese, recomenda-se que o Estado de Goiás celebre acordo de acionista para proteger os seus interesses em CELGPARG e CELG GT (i.e. direito de veto, direito de preferência, *tag along*, eleição de administradores, entre outras matérias) e/ou liste a CELG PAR em níveis mais elevados de governança corporativa da B3, como Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2.

Demais Condições: idem aos itens 4.1 e 4.2 acima, conforme aplicável.

Prazo Estimado para Realização da Operação: conforme alternativas acima.

5 Avaliação de Mercado de Processos Similares

5.1 Processos de Desestatização em Andamento

O processo de desestatização consiste na alienação de ativos públicos ou a transferência da prestação do serviço público à iniciativa privada por prazo determinado (concessão). O BNDES define o processo de desestatização em quatro etapas:

Tabela 4 – Etapas de Desestatização

Etapa 1 - Planejamento
Análise da capacidade fiscal do ente público
Análise do quadro jurídico regulatório e institucional do ente público
Estruturação dos mecanismos de garantia para o projeto
Levantamento da base de ativos do ente público
Priorização de projetos
Etapa 2 - Estruturação do Projeto
Seleção da alternativa de estruturação mais adequada
Elaboração de editais de chamamento e termos de referencia
Celebração de parcerias com estruturadores
Acompanhamento dos estudos técnicos
Etapa 3 - Leilão
Realização de <i>road show</i> com potenciais investidores
Participação em audiência pública
Realização de consulta pública
Resposta aos questionamentos dos órgãos de controle
Realização do leilão
Etapa 4 - Contratação
Assinatura do contrato entre o setor público e o parceiro privado vencedor do leilão

Fonte: BNDES

O BNDES possui cerca de 50 processos de alienação em andamento em diversos setores, incluindo o de energia elétrica. A seguir, são apresentados todos os processos de desestatização em andamento.

Tabela 5 – Processos de desestatização em andamento 1/2

Energia
Companhia de eletricidade do Amapá – CEA
Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica – CEEE-GT
Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica - CEEE-D
Eletronuclear – Angra 3
Educação
Estruturação de projeto de parceria do município de Teresina com a iniciativa privada, destinado à construção e manutenção de novas unidades educacionais
Gás Natural
Companhia Pernambucana de Gás – Copergás
Companhia de Gás do Estado de Mato Grosso do Sul – MSGás
Companhia de Gás do Estado do Rio Grande do Sul - SULGÁS
Saneamento
Serviços de saneamento do Estado do Rio Grande do Sul
Serviços de saneamento do município de Porto Alegre - RS
Companhia de Água e Esgotos de Roraima – CAER
Companhia Estadual de Águas e Esgotos – CEDAE
Serviços de fornecimento de água e esgotamento sanitário no Estado de Santa Catarina
Companhia de Águas e Esgotos do Rio Grande do Norte – CAERN
Companhia de Água e Esgotos da Paraíba – CAGEPA
Companhia de Água e Esgoto do Ceará – CAGECE
Departamento Estadual de Pavimentação e Saneamento - DEPASA (AC)
Companhia de Saneamento de Sergipe – DESO
Companhia Pernambucana de Saneamento - COMPESA
Companhia de Saneamento do Pará - COSANPA
Companhia de Saneamento Ambiental do Maranhão - CAEMA
Companhia de Saneamento do Amapá - CAESA
Companhia de Abastecimento de Águas e Saneamento do Estado de Alagoas - CASAL
Iluminação
Amapá - Macapá
Espírito Santo - Vila Velha
Pernambuco - Petrolina
Piauí - Teresina
Rio Grande do Sul - Porto Alegre
Resíduos Sólidos
Serviços de limpeza urbana e manejo de resíduos sólidos, no Município de São Paulo – SP

Fonte: BNDES

Tabela 6 – Processos de desestatização em andamento 2/2

Mobilidade Urbana
Estruturação de projeto para implementação e gestão de um novo sistema de bilhetagem eletrônica para o transporte público intermunicipal da Região Metropolitana do Rio de Janeiro
Serviços necessários para a realização de estudos para a desestatização da Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre S.A. -Trensurb
Serviços necessários para a realização de estudos para a desestatização da Companhia Brasileira de Trens Urbanos - CBTU e/ou das pessoas jurídicas resultantes da sua cisão societária
Serviços necessários à realização de estudos para a outorga de concessão dos serviços públicos de transporte ferroviário de passageiros nas Regiões Metropolitanas de Porto Alegre/RS, Belo Horizonte/MG, Macaé/AL, Recife/PE, João Pessoa/PB e Natal/RN
Complexos Penais
Serviços técnicos necessários para a estruturação de projetos de parceria público-privada, na modalidade concessão administrativa, para construção, equipagem, operação e manutenção de complexos penais nos estados do Rio Grande do Sul e de Santa Catarina
Parques
Parque Nacional do Iguaçu
Rodovias
Estruturação de Concessões de Rodovias Federais
Estruturação de projeto de desestatização da exploração de Concessão(ões) Rodoviária(s) do Sistema Rodoviário localizado no Estado de Pernambuco
Serviços técnicos especializados necessários à desestatização do sistema rodoviário no Estado de Minas Gerais, de até 2.798,6 km de extensão
Serviços técnicos necessários para a estruturação de projeto de desestatização destinado à transferência à iniciativa privada da exploração de concessão(ões) rodoviária(s) no sistema rodoviário definido pelo Estado do Rio Grande do Sul
Saúde
Estruturação de projeto relativo à Parceria Público-Privada (PPP) para a construção e manutenção do Hospital da Criança de Guarulhos (SP)
Portos
Companhia Docas do Espírito Santo – CODESA (Pregão Eletrônico 12/2019)
Desestatização dos Portos Organizados de Santos e de São Sebastião
Setor Postal
Desestatização do Setor Postal
Outros
LOTEX
PISF - Projeto de Integração do Rio São Francisco com as Bacias do Nordeste Setentrional
Empresa Gestora de Ativos - EMGEA
Casa da Moeda do Brasil - CMB
Companhia de Entrepósitos e Armazéns Gerais de São Paulo - CEAGESP e Centrais de Abastecimento de Minas Gerais S/A – CEASAMINAS
Nuclebrás Equipamentos Pesados S.A. (NUCLEP)
Serpro e Dataprev

Fonte: BNDES

5.2 Leilões Especiais Recentes na B3

A seguir são apresentados alguns casos recentes de estruturação de operações por meio do BNDES, que adotaram o modelo de leilão especial na B3. Alguns desses casos apresentaram elevado ágio. No entanto, é sabido que essa hipótese de maior ágio geralmente ocorre por acirramento do processo competitivo ou pelas sinergias geradas aos compradores. Em ambos os casos, quando se busca um comprador que atuará no segmento, fica ampliada a obtenção dessas condições.

A oferta de ações diretamente no mercado, de forma pulverizada, restringe essa hipótese, e entende-se como de maior risco ao processo competitivo, sendo mais indicada em capitalizações de estruturas de controle definidas.

Assim, o leilão especial, embora não represente uma garantia de liquidez e ágio, parece mais adequado para o perfil da oferta.

5.2.1 Alienação CEB Distribuição

No dia 4 de dezembro de 2020 a Bahia Geração de Energia, do Grupo Neoenergia, venceu o leilão de privatização da Companhia Energética de Brasília (CEB Distribuição), distribuidora de energia elétrica do Distrito Federal. O leilão teve um preço mínimo de R\$ 1,4 bilhão, e o valor da aquisição foi de R\$ 2,515 bilhões, representando um ágio de 76,63%. O leilão contou com mais dois participantes. A CPFL terminou o leilão com uma proposta de R\$ 2,508 bilhões, um ágio de 76,14%, enquanto a Equatorial Participações e Investimentos ofereceu um lance consideravelmente menor, de R\$ 1,485 bilhão, representando um ágio de apenas 4,29%.

Para tornar a privatização atrativa, frente às dificuldades operacionais e financeiras da CEB nos últimos anos, os limites regulatórios para *covenants* financeiros e indicadores operacionais de 2018, 2019 e 2020 foram adiados para 2021, 2022 e 2023. Espera-se, de acordo com a Neoenergia, que a consolidação total da transação ocorra em 2022, quando a CEB passará a se beneficiar da nova gestão.

5.2.2 Alienação Copel Telecom

A Copel Telecom, subsidiária de telecomunicações da Companhia Paranaense de Energia (Copel), teve seu leilão de privatização realizado no dia 9 de novembro de 2020. O preço mínimo estipulado foi de R\$ 1,4 bilhão, por 100% das ações da companhia. A disputa pela empresa foi entre o Fundo Bordeaux e a Algar Soluções, que ofereceram valores iniciais de mais de R\$ 2 bilhões, representando um ágio de mais de 50%. Ao final da disputa, o Fundo Bordeaux venceu o leilão de privatização, adquirindo a Copel Telecom por R\$ 2,39 bilhões, um ágio de 70,94%, quase R\$ 1 bilhão a mais que o preço mínimo.

5.3 Aquisições e Perfil das Aquisições Recentes no Mercado de Energia

5.3.1 Transmissão de Energia

Foram levantadas as transações envolvendo ativos específicos de transmissão de energia elétrica nos últimos anos. Os valores estimados de avaliação dos ativos foram comparados com suas respectivas Receitas Anuais Permitidas (RAP), resultando em um valor médio de 4,491 vezes o valor da RAP.

Tabela 7 – Transações Recentes de Transmissão de Energia Elétricas

Ativo	Comprador	Vendedor	Data	Preço (R\$'000)	Participação	Valor 100% (R\$'000)	RAP 2020/21	R\$/RAP
Manaus TR	Evoltz	Eletrobrás	17/04/2020	251.103	49,50%	507.279	170.992	2,967
Arcoverde	Vinci Energia	Sterlite Power	06/11/2019	144.170	100,00%	144.170	27.317	5,278
Brasnorte	TAESA	Bipar Energia	19/08/2019	18.024	11,62%	155.058	28.004	5,537
Centroeste	CEMIG	Eletrobrás	30/04/2019	43.169	49,00%	88.101	20.798	4,236
ETAU	TAESA	DMEE e CEEE	29/04/2019	32.880	23,04%	142.738	39.506	3,613
AETE	Alupar	Alubar Energia S.A.	14/08/2019	18.600	10,76%	172.862	32.205	5,368
AETE	Alupar	BIPAR Energia S.A.	18/07/2019	46.500	26,99%	172.286	32.205	5,350
AETE	Alupar	Eletrobrás	01/07/2019	87.000	49,00%	177.551	32.205	5,513
TME	Alupar	Eletrobrás	28/09/2018	118.900	49,00%	242.653	54.948	4,416
INTESA	Equatorial	Eletrobrás	27/09/2018	277.485	49,00%	566.296	168.871	3,353
Uirapuru	Copel	Eletrobrás	27/09/2018	105.000	75,00%	140.000	37.146	3,769
Média								4,491

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Ao aplicar os parâmetros encontrados às concessões de transmissão da CELG GT o resultado é de R\$ 1.172.763 mil, valor R\$ 186.962 mil menor do que o valor apurado por meio do Fluxo de Caixa da Firma de R\$ 1.359.725 mil.

Tabela 8 – Análise CELG GT (R\$'000)

Análise CELG GT	
Total RAP Ciclo 2020/21 CELG GT	261.146
Média de Mercado	4,491
Valor Estimado CELG GT	1.172.763
Diferença	186.962
Valor Avaliação Financeira FCFF	1.359.725

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Com relação às participações em sociedades de propósito específico, somente a SPE Firminópolis apresentou o valor apurado pela avaliação financeira pelo Fluxo de Caixa da Firma inferior ao valor apurado pelo múltiplo de transações similares de R\$ 4,491 por RAP. No total a análise por múltiplo de transações similares de RAP resultou em R\$ 65.609 mil, valor R\$ 2.074 mil menor do que o valor apurado pela avaliação por meio do Fluxo de Caixa da Firma de R\$ 67.683.

Tabela 9 – Análise Participações de SPEs Transmissão (R\$'000)

	FCFF	Participação	% CELG GT	RAP	Valor Múltiplo	Participação	% CELG GT	Diferença
VSB	217.300,50	10,00%	21.730,05	39.133,47	175.741,91	10,00%	17.574,19	4.155,86
Pantanal	50.009,00	49,00%	24.504,41	9.414,95	42.280,98	49,00%	20.717,68	3.786,73
Lago Azul	22.292,00	50,10%	11.168,29	4.354,66	19.556,07	50,10%	9.797,59	1.370,70
Firminópolis	20.979,50	49,00%	10.279,96	7.961,46	35.753,62	49,00%	17.519,27	(7.239,31)
Total			67.682,71				65.608,73	2.073,98

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

5.3.2 Geração de Energia

Foram levantadas as transações envolvendo ativos específicos de geração de energia hidrelétrica nos últimos anos. Os valores estimados de avaliação dos ativos foram comparados com suas respectivas Capacidade Instalada (CI), resultando em um valor médio de R\$ 4.453,3 por CI.

Tabela 10 – Transações Recentes de Geração de Energia Hídrica

Ativo	Comprador	Vendedor	Data	Preço R\$'000	Participação	Valor 100% R\$'000	CI	R\$'000/CI
Guanhães	Brasal	Light	21/12/2020	96.400	51,00%	189.020	44	4.295,9
Paracambi	Brasal	Light	21/12/2020	88.700	51,00%	173.922	25	6.956,9
Costa Rica Energética	CEI – Energética Integrada	EDP	25/05/2018	40.400	51,00%	79.216	16	4.951,0
Sta Vitória do Palmar	Omega	Eletrobrás	30/07/2020	1.011.700	78,00%	1.297.051	402	3.226,5
Complexo Chuí	Omega	Eletrobrás	30/07/2020	512.700	99,99%	512.751	181	2.836,0
Média								4.453,3

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Ao aplicar os parâmetros encontrados às participações em sociedades de propósito específico, percebe-se uma grande diferença entre o valor apurado pela avaliação financeira pelo Fluxo de Caixa da Firma e o valor apurado pelo múltiplo.

Tabela 11 – Análise Participações de SPEs de Geração (R\$'000)

	CI	FCFF	Participação	% CELG GT	Valor Múltiplo	Participação	% CELG GT	Diferença
EFV	16,50	21.047,38	20,00%	4.209,48	73.478,63	20,00%	14.695,73	(10.486,25)
ECIII	38,58	266.700,33	37,50%	100.012,62	171.806,41	37,50%	64.427,40	35.585,22
Total				104.222,10			79.123,13	25.098,97

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

5.3.3 Leilão 01/2018 Eletrobrás

O Leilão 01/2018 Eletrobrás ocorreu em 27/09/2018 na B3 e envolveu a alienação das participações societárias da Eletrobras e controladas em sociedades de propósito específico.

Foram leiloados 8 lotes de participações societárias em ativos de geração eólica e 10 lotes de participações societárias de ativos de transmissão.

Cinco lotes de geração e dois lotes de transmissão não apresentaram interessados. Dos lotes alienados, dois apresentaram ágio e o restante foi alienado com o valor mínimo. Cabe destacar que, com exceção do Lote J, adquirido pela Copel, todos os outros lotes foram adquiridos por empresas que já possuíam participação dos ativos leiloados.

Tabela 12 – Leilão 01/2018 Eletrobrás Geração (R\$)

Lote	SPE Geração Eólica	Participação Societária	Nº de SPE	UF	Valor 100%	Valor Mínimo	Valor Ofertado	Ágio	Empresa Ofer- tante
A	Santa Vitória do Palmar Holding S.A.	100,00%	18	RS	814.873.466	814.873.466	-		
	Eólica Hermenegildo I S.A.	99,99%			43.449.247	43.444.902			
B	Eólica Hermenegildo II S.A.	99,99%	4	RS	43.909.043	43.904.653	-		
	Eólica Hermenegildo III S.A.	99,99%			18.909.749	18.907.858			
	Eólica Chuí IX S.A.	99,99%			12.710.012	12.708.741			
AB	Composto pelo conjunto das participações societárias em SPE dos Lotes A e B.	-	22	RS	933.851.517	933.839.619	-		
C	Eólica Serra das Vacas Holding S.A.	49,00%	5	PE	136.163.035	66.719.887	66.719.887	-	Serra das Vacas
D	Chapada do Piauí I Holding S.A.	49,00%	15	PI	500.547.507	245.268.279			
	Chapada do Piauí II Holding S.A.	49,00%			468.946.956	229.784.008			
E	Vam Cruz I Participações S.A.	49,00%	5	RN	270.776.602	132.680.535	-		
	Brasventos Eolo Geradora de Energia S.A.	49,00%		RN	140.952.484	69.066.717			
F	Rei dos Ventos 3 Geradora de Energia S.A.	49,00%	3		111.811.047	54.787.413	171.301.565	-	J Malucelli
	Brasventos Miassaba 3 Geradora de Energia S.A.	49,00%			96.831.499	47.447.434			
G	Eólica Mangue Seco 2 - Geradora e Comercializadora de Energia Elétrica S.A.	49,00%	1	RN	119.131.157	58.374.267	-		
	Pedra Branca S.A.	49,00%			110.138.931	53.968.076			
	São Pedro do Lago S.A.	49,00%			125.406.705	61.449.285			
	Sete Gameleiras S.A.	49,00%			109.848.661	53.825.844			
H	Baraúnas I Energética S.A.	49,00%	8	BA	43.896.128	21.509.103	232.592.592	-	Brenannd Ener- gia AS
	Mussambê Energética S.A.	49,00%			38.622.215	18.924.885			
	Morro Branco I Energética S.A.	49,00%			44.464.403	21.787.557			
	Baraúnas II Energética S.A.	1,50%			43.270.618	649.059			
	Banda de Couro Energética S.A.	1,70%			28.163.610	478.781			

Fonte: Eletrobrás e B3

Tabela 13 – Leilão 01/2018 Eletrobrás Transmissão (R\$)

Lote	SPE Transmissão	Participação Societária	Nº de SPE	UF	Valor 100%	Valor Mínimo	Valor Ofertado	Ágio	Empresa Ofer- tante
I	Integração Transmissora de Energia S.A. (INTESA)	49,00%	1	TO/GO	566.295.625	277.484.856	277.484.856	-	Equatorial Energia
J	Uirapuru Transmissora de Energia S.A. (UIRAPURU)	75,00%	1	PR	116.323.173	87.242.380	105.000.000	20,4%	Copel Geração e Transmissão S.A
K	Transmissora Matogrossense de Energia S.A. (TME)	49,00%	1	MT	223.530.108	109.529.753	109.529.753	-	Alupar
L	Brasnorte Transmissora de Energia S.A. (BRASNORTE)	49,71%	1	MT	156.900.601	77.995.289	77.995.229	-	Taesa
M	Companhia Transirapé de Transmissão (TRANSIRAPÉ)	24,50%	3	MG	138.953.303	34.043.559	78.375.910	-	Alupar
	Companhia Transleste de Transmissão (TRANSLESTE)	24,00%			106.486.286	25.556.709			
	Companhia Transudeste de Transmissão (TRANSUDESTE)	25,00%			75.102.568	18.775.642			
N	Empresa de Transmissão do Alto Uruguai S.A. (ETAU)	27,42%	1	RS/SC	145.470.815	39.888.098	39.888.098	-	Taesa
O	Amazônia-Eletronorte Transmissora de Energia S.A. (AETE)	49,00%	1	MT	176.017.874	86.248.758	94.874.000	10,0%	Consórcio Olympus
P	Companhia de Transmissão Centroeste de Minas S.A. (CENTROESTE)	49,00%	1	MG	88.100.924	43.169.453	43.169.453	-	Taesa
Q	Luziânia-Niquelândia Transmissora S.A. (LUZIÂNIA-NIQUELÂNDIA)	49,00%	1	GO	101.449.239	49.710.127	-		
R	Manaus Transmissora de Energia S.A. (MTE)	49,50%	1	AM/PA	663.881.436	328.621.311	-		

Fonte: Eletrobrás e B3

5.4 Os Leilões de Transmissão

5.4.1 Leilão 01/2020

O Leilão de Transmissão nº 01/2020, marcado para 17/12/2020, tem previsão de R\$ 7,4 bilhões em investimentos e geração de 15.434 empregos diretos. Foram negociados no certame 11 lotes, com a contratação de 1.958 km de novas linhas de transmissão e 6.420 megavolt-ampères (MVA) em capacidade de transformação.

O leilão apresentou interessados em todos os lotes e teve um deságio médio de 55,36%.

Tabela 14 – Ativos Licitados Leilão de Transmissão 01/2020

LOTE	Investimento (R\$)	RAP Máxima (R\$)	RAP Contratada (R\$)	DESÁGIO (R\$)	DESÁGIO %	VENCEDOR
1	424.436.000	55.971.800	21.381.227	34.590.573	61,80%	Agronegocioaltaluzbrasil Industria e Comercio, Importação e Exportação S.A.
2	1.996.673.000	278.193.820	159.693.300	118.500.520	42,60%	Neoenergia S.A.
3	490.313.000	68.710.630	20.372.702	48.337.928	70,30%	Consórcio Saint Nicholas I
"4 e 5"	902.012.000	124.224.530	52.981.762	71.242.768	57,30%	Consórcio Saint Nicholas I
4	640.740.000	85.112.370	-	-	-	-
5	261.272.000	36.787.190	-	-	-	-
6	191.950.000	25.299.650	9.234.372	16.065.278	63,50%	Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica – CEEE-GT
7	1.140.628.000	161.778.340	68.050.000	93.728.340	57,90%	CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista
8	908.353.000	129.486.400	42.500.000	86.986.400	67,20%	Consórcio Saint Nicholas II
9	93.786.000	13.159.620	5.235.354	7.924.266	60,20%	Consórcio Saint Nicholas I
10	315.999.000	45.654.380	15.100.000	30.554.380	66,90%	Consórcio BRE 6
11	882.240.000	119.712.580	63.000.000	56.712.580	47,40%	Energisa Transmissão de Energia S.A.
Total	7.346.390.000	1.019.866.780	457.548.717	564.643.033	55,36%	

Fonte: Aneel

5.4.2 Leilão 02/2019

O Leilão de Transmissão nº 03/2019, marcado para 19/12/2019, tem previsão de R\$ 4,18 bilhões em investimentos e geração de 8.782 empregos diretos. Foram negociados no certame 12 lotes de concessões, com 17 linhas de transmissão e 16 subestações, contemplando os estados do Acre, Alagoas, Bahia, Ceará, Goiás, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Pará, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e São Paulo.

O leilão apresentou interessados em todos os lotes e teve um deságio médio de 60,30%.

Tabela 15 – Ativos Licitados Leilão de Transmissão 02/2019

LOTE	Investimento (R\$)	RAP Máxima (R\$)	RAP Contra-tada (R\$)	DESÁGIO (R\$)	DESÁGIO %	VENCEDOR
1	681.550.491	113.876.320	37.748.393	76.127.927	66,90%	CTEEP - COMPANHIA DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA
2	75.865.541	12.434.050	5.380.000	7.054.050	56,70%	MONTAGO CONSTRUTORA LTDA.
3	375.804.168	64.972.810	30.212.000	34.760.810	53,50%	ZOPONE ENGENHARIA E COMÉRCIO LTDA.
4	29.674.696	5.868.630	2.880.000	2.988.630	50,90%	CONSÓRCIO NORDESTE
5	590.873.588	101.360.370	38.000.000	63.360.370	62,51%	CONSÓRCIO VSF TRANSMISSORAS DO BRASIL
6	98.797.055	16.674.650	5.316.306	11.358.344	68,10%	CTEEP - COMPANHIA DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA
7	553.567.254	95.043.480	32.887.935	62.155.545	65,40%	CTEEP - COMPANHIA DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA
8	101.650.766	17.021.520	7.950.000	9.071.520	53,30%	ENGEPAR ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES LTDA.
9	303.378.548	50.051.920	18.000.000	32.051.920	64,00%	NEOENERGIA S.A.
10	517.860.201	88.985.800	37.062.586	51.923.214	58,40%	BAROLO PARTICIPAÇÕES LTDA.
11	720.011.005	123.232.620	58.100.000	65.132.620	52,90%	CONSÓRCIO NORTE
12	171.099.239	30.214.620	12.200.000	18.014.620	59,60%	CONSÓRCIO VSF TRANSMISSORAS DO BRASIL
Total	4.220.132.552	719.736.790	285.737.220	433.999.570	60,30%	

Fonte: Aneel

5.5 Processos de IPO

5.5.1 Ofertas públicas do setor de energia

Para analisar o potencial de uma oferta pública de ações por parte da CELG GT, foram coletadas ofertas públicas iniciais de ações (*IPO*) e ofertas secundárias de ações (*follow-on*) de companhias de energia elétrica na B3 para os últimos 5 anos. As informações reúnem o preço estabelecido por ação, o ágio no dia do início das negociações, 6 meses após o início e 12 meses após o início. São calculados posteriormente os ágios em relação ao Ibovespa dos respectivos períodos estudados. Os dados analisados foram coletados por meio da B3 e do software Capital IQ e seus resultados estão dispostos na tabela a seguir:

Tabela 16 – Ofertas públicas de ações de Energia Elétrica no Brasil dos últimos 5 anos

Empresa	Transação	Volume (R\$ 000')	Oferta % do total	Preço/ação	Início negociação	Ágio D	Ágio 6 meses	Ágio 12 meses	Ágio x Ibov 6M	Ágio x Ibov 12M
TAESA	Follow-on	1.291.049	0%	19,65	out/16	8,4%	11,8%	8,8%	2188,1%	-54,1%
Omega	IPO	789.176	100%	15,6	jul/17	5,8%	18,3%	3,1%	-35,1%	-86,7%
Eneva	Follow-on	876.207	32%	11	out/17	13,5%	25,0%	20,9%	106,9%	131,6%

Eneva	Follow-on	1.106.794	23%	18,25	abr/19	5,8%	60,3%	84,1%	778,0%	-489,8%
CPFL Energia	Follow-on	3.694.342	13%	27,5	jun/19	8,5%	21,5%	17,5%	71,6%	-429,5%
Neoenergia	IPO	3.744.279	100%	15,65	jul/19	8,4%	57,2%	21,5%	299,0%	-523,6%
Light	Follow-on	2.500.000	49%	18,75	jul/19	5,5%	24,9%	-2,2%	112,4%	-32,5%
Omega	Follow-on	830.769	20%	30	set/19	8,3%	-6,1%	21,2%	-79,7%	-293,4%
Omega	Follow-on	896.964	14%	38,25	set/20	4,1%	-	-	-	-
Média						7,6%	26,6%	21,9%	430,1%	-222,3%

Fonte: B3, Capital IQ, Consórcio CRH CELG Energia

No dia do início das negociações, observa-se um ágio médio de 7,6% para as transações analisadas, quando é comparado o preço do fechamento do dia com o preço estabelecido por ação anteriormente à oferta. Em relação ao preço dos papéis 6 meses após a oferta, é possível observar um ágio médio de 26,6% e 12 meses após de 21,9%. Ao serem comparados os ágios de 6 e 12 meses em relação ao retorno do Ibovespa, obtém-se uma média de 430,1% e -222,3%, respectivamente. Dessa forma, os retornos obtidos em um longo prazo, considerando um prazo de 12 meses, são em média menores que os retornos de curto prazo, considerando um prazo de 6 meses, o que pode demonstrar uma incerteza do investimento para o potencial acionista, ou seja, não há a garantia de retorno da espera, fruto de ações positivas sobre a empresa e pesam tendências não seguras sobre o ativo, diante de variações do mercado. Em síntese, pela análise das ofertas no mercado de energia nos últimos 5 anos, não se pode afirmar que um investidor que adotou a estratégia de manter os ativos após o IPO tenha sido bem sucedido.

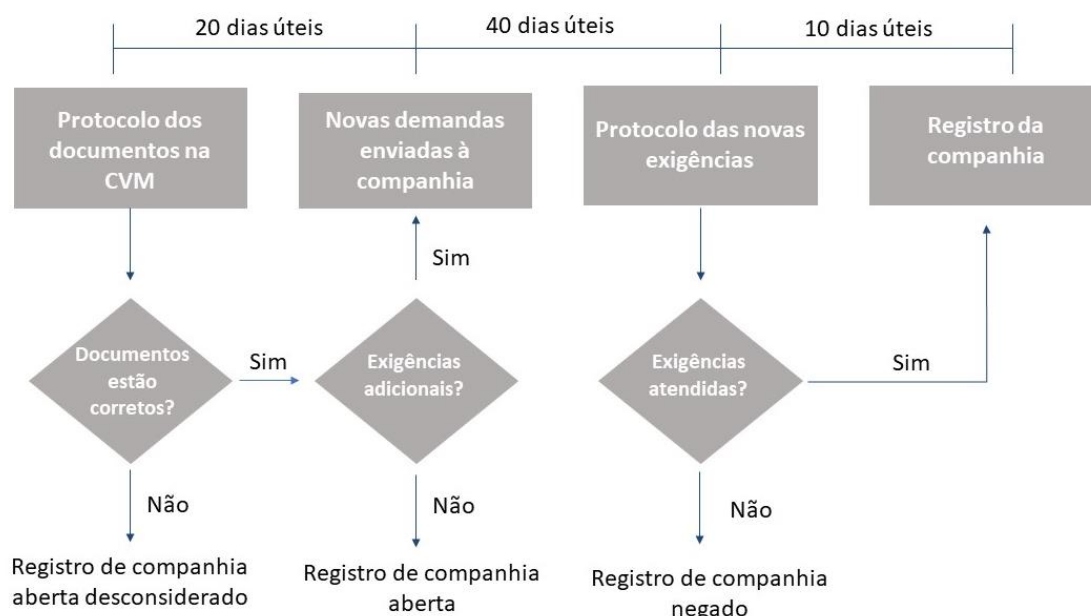
Os custos estimados para um processo de IPO são comentados no próximo tópico.

5.5.2 Custos e Prazos

O processo para a abertura de capital consiste nas etapas de elaboração do prospecto; registro inicial na CVM; elaboração e auditoria das demonstrações financeiras; e trabalho com coordenadores e assessores. Em média, 72,7% das empresas brasileiras levam 6 meses ou menos para realizar seu IPO, de acordo com a PwC (2019).

O Prospecto é o documento que sintetiza informações sobre a empresa e sobre a oferta e os custos de elaboração do documento consistem em honorários de assessores jurídicos que, dentre outras funções, são quem elaboram o prospecto. O Registro Inicial destina-se a atender os requisitos exigidos pela Instrução CVM nº 480/2009, que tem seus prazos detalhados na figura abaixo:

Figura 8 – Prazo estimado para registro de Companhia Aberta na CVM



Fonte: B3, Consórcio CRH CELG ENERGIA

A Elaboração e Auditoria das Demonstrações Financeiras servirão para apresentar as Demonstrações Financeiras com os padrões requeridos pela CVM e o trabalho dos Assessores tem como objetivo executar a transação de maneira eficaz. Os custos do processo de IPO e da manutenção da Companhia aberta estão descritos nas tabelas a seguir. Os custos foram extraídos do relatório da PwC de 2019 e na CVM.

Tabela 17 – Custos Processo IPO

Tipo de custo	Finalidade	Valor médio (R\$' 000)
Coordenadores da oferta	Subscrição de ações	66.125
Assessores jurídicos	Elaboração do formulário de registro, elaboração e revisão do prospecto	5.819
Audidores	Carta de conforto, revisão do formulário de registro, elaboração das DFs	2.645
Listagem	Taxa da CVM para realização do processo	64,9
Análise da oferta	Taxa da CVM para realização do processo	67,1
Taxa de registro	Taxa da CVM para realização do processo	444,01
		74.589

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Tabela 18 - Manutenção da companhia aberta

Tipo de custo	Finalidade	Valor médio (R\$' 000)
Anuidade	Obrigatoriedade da CVM	73,3
Taxa de fiscalização	Obrigatoriedade da CVM	50,7
		124,0

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

A anuidade tem desconto de 100% no primeiro ano de abertura da companhia, 75% no segundo ano, 50% no terceiro e 25% no quarto.

6 Análise Econômica e de Resultados dos Modelos Propostos

6.1 Análise de alienação das ações CELG Par

A Celg Par é companhia aberta e detentora de 100% das ações da Celg GT. Possui como acionista controlador em quase sua totalidade o Estado de Goiás (99,90%). A opção seria a oferta das ações do estado por meio de leilão especial ou oferta secundária de ações (*follow on*) no mercado acionário.

A grande vantagem dessa alternativa se deve a isenção tributária a ser auferida pelo Estado de Goiás. Como acionista da CELG Par não sofrerá o ônus da tributação no ganho de capital, o que já não ocorrerá em qualquer sociedade de sua participação, como no caso da venda da CELG GT ou de suas participadas individualmente.

Outra vantagem se deve à simplificação para execução do processo de alienação, uma vez que a CELG Par é sociedade por ações constituída e não haveria necessidade de estruturas para exercer a oferta, o que agilizaria o processo até o leilão. A desvantagem em relação ao prazo seria a necessidade de aprovação de Lei Autorizativa para alienação da CELG Par e da complementação do processo de diligência e avaliação da CELG Par.

Outra questão seria a perda do veículo de participação do estado. No entanto, esse poderia buscar outras estruturas já existentes para o cumprimento desses objetivos, evitando-se assim expressiva perda econômica para o estado em tributos (ganho de capital).

6.1.1 Vantagens

- Isenção tributária no ganho de capital e economia estimada em torno de R\$ 169,4 milhões;
- Simplificação do processo de venda e das estruturas para a execução da oferta;
- Venda no pacote, agregando ativos pulverizados de menor liquidez.

6.1.2 Desvantagens

- Eliminação desse veículo de participação do estado para futuros projetos;
- Requer processo de avaliação e diligências da CELG Par, o que poderia durar em torno de mais 2 meses;
- Necessária aprovação de Lei Autorizativa no estado para venda da CELG Par, o que requer a tramitação de projeto de lei na Assembleia Legislativa.

6.1.3 Considerações do Modelo

A vantagem econômica causada pelo efeito tributário torna essa alternativa a recomendada. Conta a favor também ser uma empresa de capital aberto, tornando o processo de eventual capitalização no

mercado mais facilitado para o futuro comprador. O prazo e as restrições de aprovação de lei são os pontos a avaliar.

Do ponto de vista da forma da oferta, leilão especial ou oferta secundária, como demonstrado em tópicos anteriores, a oferta secundária possui como característica o direcionamento a investidores geralmente pulverizados, que buscam rentabilidades como meta e não possuem ganhos de sinergia nessas aquisições, ainda que da forma restrita. Também foi demonstrado que as transações dessa natureza no mercado, em média, tiveram preços pouco acima de 7% do preço de lançamento nos últimos anos.

O leilão especial busca o comprador que tenha sinergias operacionais e que seja do segmento, ainda que associado a investidores institucionais. Melhora-se assim a chance de ágios e de liquidez para a transação.

6.2 Análise de alienação das ações da CELG GT

A análise das ações da CELG GT em leilão especial na B3 segue mesmo rito da oferta da CELG Par, no entanto, se diferencia pelo impacto do imposto previsto de ganho de capital, devido a CELG Par ser a titular das ações e pela dispensa de rito de avaliação complementar. Não se mostra, assim, como opção economicamente vantajosa.

A outra alternativa seria a abertura de capital da CELG GT. Como apresentado no tópico de IPO, esse processo envolve prazos e custos maiores e também a um direcionamento a investidor não operacional, o que não parece ser o perfil do ativo. Os processos que desencadeiam maior ágio representam potenciais de sinergia em custos ou escala em suas operações.

Uma alternativa, como apresentado em tópicos anteriores, seria a transferência das ações da CELG GT, de titularidade da Celg Par, para o Estado de Goiás, por meio de cisão ou redução de capital. Tal dinâmica eliminaria o imposto, mas demandaria um prazo maior para essa execução.

6.2.1 Vantagens e Desvantagens

Tabela 19 – Vantagens e Desvantagens da Alienação da CELG GT

Vantagens	Desvantagens
Dispensa novo processo de avaliação e diligência da CELG PAR.	Perda tributária significativa.
Processo já aprovado e possui Lei Autorizativa.	No processo de IPO, custos de transação e prazos.
Imposto pode ser eliminado com transferências das ações da Celg GT da Celg Par para o Estado de Goiás, por meio de cisão ou redução de capital, mas exigirá mais prazo para execução.	Direcionamento a investidores pulverizados em oferta no IPO seria incompatível com as características do ativo.
	Atrativos a investidor menores para valorização do ativo no IPO, gerando expectativa reduzida de valorização das ações.
	Necessidade de sócio operador.

CELG Par já possui capital aberto e se a opção for pela oferta pulverização de ações, faz mais sentido utilizar o veículo já existente (oferta secundária na CELG Par), pois os custos e prazos serão menores.

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Outro ponto analisado foi a base de percepção do mercado via múltiplos, muito utilizado por investidores. Como o resultado apurado pela análise de múltiplos de transações similares de R\$ 1.172.763 mil, com base na média de mercado de R\$ 4,491 por RAP, é maior que o resultado apurado pela avaliação financeira pelo método do Fluxo de Caixa da Firma de R\$ 1.359.725 mil, entende-se que uma possível alienação por meio de IPO/Follow-on poderia reduzir as expectativas de valorização para a CELG GT, ou seja, reduziria ágios previstos.

O mesmo entendimento irá se aplicar às participações nas SPEs de transmissão de energia elétrica, onde a análise por múltiplo de transações similares resultou em R\$ 65.609 mil, valor R\$ 2.074 mil menor que o valor apurado pela avaliação por meio do Fluxo de Caixa da Firma de R\$ 67.683.

6.2.2 Efeito tributário

A alienação dos ativos da CELG GT e das sociedades de propósito específico terá impacto tributário resultante da diferença entre o valor alienado e o valor contábil registrado pela CELG GT. Para segregar o valor contábil dos ativos avaliados na CELG GT utilizou-se o valor contábil do investimento da CELG Par na CELG GT em setembro de 2020 de R\$ 1.033.496 mil menos o valor da participação das SPEs de R\$ 181.436 mil, resultando em R\$ 852.060 mil.

Estima-se que com a alienação pelo valor mínimo de R\$ 1.531.630 mil ocorrerá um aumento de R\$ 498.134 mil na base tributária, resultando em um efeito tributário de R\$ 169.365 mil de 25% de IRPJ e 9% de CSLL.

Tabela 20 – Efeito Tributário Alienação (R\$'000)

	100%	Participação	% CELG GT	Valor Contábil	Diferença
CELG GT	1.359.725	100,00%	1.359.725	852.060	507.665
EFV	21.047	20,00%	4.209	5.134	(925)
VSB	217.301	10,00%	21.730	39.681	(17.951)
ECIII	266.700	37,50%	100.013	72.110	27.903
Pantanal	50.009	49,00%	24.504	27.956	(3.452)
Lago Azul	22.292	50,10%	11.168	18.334	(7.166)
Firminópolis	20.980	49,00%	10.280	18.221	(7.941)
Total			1.531.630	1.033.496	498.134
IRPJ/CSLL					(169.365)
Total					328.768

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Ressalta-se que ao se exercer os direitos de preferência é possível que a CELG GT tenha incidência de impostos sobre ganho de capital em EC III, estimados como ganho de capital nos valores propostos pelo *valuation* em R\$ 27,903 milhões, o que representaria impostos a 34% estimados em 9,487 milhões. Tal valor se encontra, no entanto, dentro do intervalo de valor das avaliadoras para esse ativo, não sendo assim indicado como novo redutor para efeito de leilão.

6.2.3 Considerações do Modelo

O modelo de venda direta das ações da CELG GT é mais rápido por estar aprovado e concluído o processo de diligência e avaliação. No entanto, é pior do ponto de vista econômico em R\$ 169,4 milhões. A alternativa seria a transferência das ações da CELG GT para o estado, por meio de cisão ou redução de capital, e a partir daí promover sua alienação.

6.3 Venda Parcial de Ações e Realização Futura

A venda de 51% das ações foi considerada como alternativa para venda em momento futuro do restante. Tal premissa se dá pela expectativa de usufruir de melhores condições propostas pelo novo acionista.

No apanhado realizado no mercado de geração e transmissão dos últimos 5 anos, em transações de *follow on* e IPO não houve evidência que esse “entesouramento” possa garantir maior valor no futuro, uma vez que há influência direta do mercado nos preços das ações, algumas vezes até com correlações negativas entre ativos e mercado. A tendência, também, é que o potencial comprador não incorpore toda sinergia na oferta de lote parcial, uma vez que teria que conviver com acionista relevante, tanto do ponto de vista financeiro, como em termos de governança. Ainda que se reduza os direitos de governança para as ações faltantes, isso também diminuiria o potencial dessas ações restantes, que ficariam sujeitas a aumentos de capital não acompanhados, dentre outras ações. Ou seja, expectativas de ganho em lotes futuros podem ser compensadas por ofertas presentes e vice-versa.

Essas hipóteses induzem que nesse mercado de geração e transmissão uma perspectiva mais abrangente de oferta pode melhor capturar transferência de parte de benefícios esperados por esse comprador.

Além disso, o mercado de ativos se encontra valorizado pela baixa taxa de juros atual e busca de remuneração de capital pelas companhias, tornando-se um momento interessante para alienação de ativos.

Os leilões de transmissão recentes, embora se baseiem em projetos *greenfield*, demonstram essa expectativa em seus elevados deságios.

6.4 Segregação de Ativos para venda

A segregação de ativos poderia ser ofertada, uma vez que há ativos de geração e transmissão, o que poderia gerar interesses de compradores distintos. No entanto, ao se segregar a avaliação por ativo percebe-se que a Celg GT, sem as investidas, possui valor de 88,78% do negócio, estimado em R\$ 1.359.724,72. As investidas em geração representam apenas 6,8 % da transação, sendo ECIII sozinha 6,53% do negócio, estimado em R\$ 100.012,62. É possível que a alienação isolada desse ativo atraia mais investidores. No entanto, como se trata de participação minoritária, também haveria o risco de interesse somente dos acionistas atuais da ECIII, que já são acobertados pelo direito de preferência. Assim, entende-se que, diante da complexidade operacional de segregação desses ativos para o leilão, não se pode garantir que os ganhos para otimização de venda de EC III superarão os riscos dela não ser alienada.

7 Potenciais Investidores

A análise de potenciais investidores buscou identificar quem são as pessoas jurídicas dos setores público ou privado, nacionais ou estrangeiros, além de fundos de investimento em participações e entidades de previdência complementar, que poderiam interessar-se na aquisição dos ativos ofertados pela CELG GT.

Para tanto, foram levantadas informações tais como nomes das empresas investidora e investida, valor da transação e percentual adquirido, setor da adquirida e para os casos de fundos de investimento e de previdência, suas disponibilidades em termos de regulamento para participar de investimentos em companhias dos setores em que se encontram os ativos avaliados da CELG GT (geração e transmissão de energia elétrica).

A seguir são apresentados esses grupos de potenciais investidores e seu conjunto de informações relacionados. Finalizando, destaca-se que o levantamento não é exaustivo com relação às transações ou aos potenciais investidores existentes no Brasil ou em outros países que invistam no Brasil.

7.1 Empresas Investidoras

Com relação às empresas investidoras, foi levantado um total de 75 transações em ativos brasileiros entre 2018 e 2020, envolvendo empresas nacionais ou estrangeiras, nos setores de energia elétrica, incluindo geração, transmissão e distribuição.

Tabela 21 – Transações de Potenciais Empresas Investidoras nos Setores Elétrico 1/4

All Transactions Announced Date	Target/Issuer	Total Transaction Value (BRLmm, Historical rate)	Buyers/Investors	Industry Classifications [Target/Issuer]
12/19/2020	Lightger S.A.	89	Brasal Engieria SA	Hydroelectric Power Generation (Primary)
12/14/2020	Seven distributed-generation solar plants	55	Cemig Soluções Inteligentes em Energia S.A. - CEMIG SIM	Electric Power By Solar Energy (Primary)
12/04/2020	CEB Distribuição S.A.	2.801	Bahia Geração de Energia S.A.	Electric Power Distribution (Primary)
10/20/2020	Brasol Soluções Energeticas	-	Siemens Financial Services GmbH	Electric Power By Solar Energy (Primary)
10/08/2020	2W Energia S.A.	168	Darby Overseas Partners, LP	Electric Power Distribution (Primary)
10/01/2020	152-MW Ventos Serra do Mell III wind park in Brazil	-	Stoa Sa	Electric Power By Wind Energy (Primary)
09/24/2020	CESP - Companhia Energética de São Paulo (BOVESPA:CESP6)	-	Squadra Investimentos - Gestão de Recursos Ltda.	Hydroelectric Power Generation (Primary)
08/23/2020	Wind Power Complex of EDF EN do Brasil Participacoes Ltda.	680	Omega Geração S.A. (BOVESPA:OMGE3)	Electric Power By Wind Energy (Primary)
08/06/2020	1,200 MWp solar parks in the State of Minas Gerais, Brazil	-	Brookfield Energia Renovável S.A.	Electric Power By Solar Energy (Primary)
08/05/2020	Rei dos Ventos 3 Geradora de Energia SA/Brasventos Eolo Geradora de Energia S.A./Brasventos Miassaba	650	AES Tietê Energia S.A. (BOVESPA:TJET11)	Electric Power By Wind Energy (Primary)
07/30/2020	Santa Vitória do Palmar Holding S.A.	1.458	Omega Geração S.A. (BOVESPA:OMGE3)	Electric Power By Wind Energy (Primary)
07/28/2020	AES Tietê Energia S.A. (BOVESPA:TJET11)	1.267	AES Holdings Brasil Ltda.	Electric Power By Solar Energy (Primary); Electric Power By Wind Energy (Primary); Hydroelectric Power Generation (Primary)
07/24/2020	AES Tietê Energia S.A. (BOVESPA:TJET11)	12.365	Eneva S.A. (BOVESPA:ENEV3)	Electric Power By Solar Energy (Primary); Electric Power By Wind Energy (Primary); Hydroelectric Power Generation (Primary)
07/18/2020	PCH Verde 2 Plant in Brazil	-	Brasal Administração e Participações LTDA	Hydroelectric Power Generation (Primary)
06/04/2020	Solbras Energia Solar Do Brasil	-	Valmont Industries, Inc. (NYSE:VMI)	Electric Power By Solar Energy (Primary)
04/29/2020	Mercurio Comercializadora de Energia Ltda	3	Hygo Energy Transition Ltd.	Electric Power Distribution (Primary)

Fonte: Capital IQ

Tabela 22 – Transações de Potenciais Empresas Investidoras nos Setores Elétrico 2/4

All Transactions Announced Date	Target/Issuer	Total Transaction Value (BRLmm, Historical rate)	Buyers/Investors	Industry Classifications [Target/Issuer]
04/17/2020	Manaus Transmissora de Energia S.A.	251	Evoltz S.A.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
03/26/2020	14 Wind Projects In Northeast Brazil	-	Canada Pension Plan Investment Board; Votorantim Asset Management Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	Electric Power By Wind Energy (Primary)
02/06/2020	Solar Development Projects In Brazil	-	Brookfield Renewable Partners L.P. (TSX:BEP.UN)	Electric Power By Solar Energy (Primary)
12/23/2019	Serra do Facão Hydroelectric Plant in Goiás	-	Furnas Centrais Elétricas S.A.	Hydroelectric Power Generation (Primary)
12/11/2019	Transmissora Porto Alegre de Energia S.A.	29	V2i Transmissão de Energia S.A.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
11/25/2019	ETB - Empresa De Transmissao Baiana S.A.	1	Alupar Investimento S.A. (BOVESPA:ALUP11)	Electric Power Transmission and Control (Primary)
11/06/2019	Arcoverde Transmissao De Energia S.A.	144	Vinci Energia FIP - IE	Electric Power Transmission and Control (Primary)
10/14/2019	Renova Energia S.A. (BOVESPA:RNEW11)	-	Cg I Fundo Investimento Em Participacoes	Electric Power By Solar Energy (Primary); Electric Power By Wind Energy (Primary); Hydroelectric Power Generation (Primary)
10/10/2019	Portfolio of Solar Projects in Brazil (664 MW)	-	Statkraft AS	Electric Power By Solar Energy (Primary)
08/30/2019	Filgueira I and II wind projects	-	Total Eren SA	Electric Power By Wind Energy (Primary)
08/19/2019	Brasnorte Transmissora de Energia S.A.	18	Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (BOVESPA:TAE11)	Electric Power Transmission and Control (Primary)
08/16/2019	Amazônia Eletronorte Transmissora de Energia S/A	-	Apaete Participacoes Em Transmissao S.A.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
07/04/2019	1.9 gigawatt of projects in Brazil	-	Lightsource BP Renewable Energy Investments Limited	Electric Power By Solar Energy (Primary)
05/28/2019	Litoral Sul Transmissora De Energia Ltda.	69	EDP - Comercializacao e Servicos de Energia LTDA.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
05/03/2019	Alsol Energias Renováveis S.A.	12	Energisa S.A. (BOVESPA:ENGI3)	Electric Power By Solar Energy (Primary); Hydroelectric Power Generation (Primary)
04/30/2019	Companhia de Transmissão Centroeste de Minas	45	Companhia Energética de Minas Gerais (BOVESPA:CMIG4)	Electric Power Transmission and Control (Primary)
04/11/2019	Amazônia Eletronorte Transmissora de Energia S/A	-	Alupar Investimento S.A. (BOVESPA:ALUP11); Apollo 16	Electric Power Transmission and Control (Primary)
04/10/2019	Jaurú Transmissora de Energia S.A.	-	Celeo Redes Brasil S.A.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
03/29/2019	Amazônia Eletronorte Transmissora de Energia S/A	95	Alupar Investimento S.A. (BOVESPA:ALUP11); Apollo 16	Electric Power Transmission and Control (Primary)
03/22/2019	Renova Energia S.A. (BOVESPA:RNEW11)	520	Cemig Geração e Transmissão S.A.; Light Energia S.A.	Electric Power By Solar Energy (Primary); Electric Power By Wind Energy (Primary); Hydroelectric Power Generation (Primary)
03/20/2019	Equatorial Energia S.A. (BOVESPA:EQT13)	-	Canada Pension Plan Investment Board	Electric Power Distribution (Primary)
02/11/2019	Eletron Servicos Ltda	100	Alothon Group, LLC	Electric Power Distribution (Primary)

Fonte: Capital IQ

Tabela 23 – Transações de Potenciais Empresas Investidoras nos Setores Elétrico 3/4

All Transactions Announced Date	Target/Issuer	Total Transaction Value (BRLmm, Historical rate)	Buyers/Investors	Industry Classifications [Target/Issuer]
02/08/2019	Atlantic Energias Renováveis S.A.	-	China General Nuclear Power Corporation	Electric Power By Wind Energy (Primary); Hydroelectric Power Generation (Primary)
01/15/2019	Brasnorte Transmissora de Energia S.A./Empresa de Transmissão do Alto Uruguai S.A.	-	Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (BOVESPA:TAE11); DME Energética S.A. - DMEE	Electric Power Transmission and Control (Primary)
01/11/2019	Jaurú Transmissora de Energia S.A.	-	Celeo Redes Brasil S.A.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
12/31/2018	Complexo Assurua in Bahia	1.917	Omega Geração S.A. (BOVESPA:OMGE3)	Electric Power By Wind Energy (Primary)
12/28/2018	Equatorial Energia Alagoas	1.800	Equatorial Energia S.A. (BOVESPA:EQT3)	Electric Power Distribution (Primary)
12/26/2018	90.74 MW of Wind Power Capacity	-	Eólica Serra das Vacas Holding S.A.	Electric Power By Wind Energy (Primary)
12/10/2018	Amazonas Distribuidora de Energia S.A.	-	Oliveira Energia Geracao E Servicos Ltda.; Atem Distribuidora de Petróleo S.A.	Electric Power Distribution (Primary); Electric Power Transmission and Control (Primary)
12/03/2018	Santo Antônio Energia S.A.	55	Madeira Energia S.A.	Hydroelectric Power Generation (Primary)
11/30/2018	Rio Minas Energia Participações S.A.	659	Companhia Energética de Minas Gerais (BOVESPA:CMIG4)	Electric Power Distribution (Primary)
11/29/2018	Statkraft Energias Renováveis S.A.	421	Fundação dos Economistas Federais; Statkraft Investimentos Ltda.	Electric Power By Wind Energy (Primary); Hydroelectric Power Generation (Primary)
11/19/2018	Guaporé Transmissora de Energia S/A	-	Argo Energia Empreendimentos e Participações. S.A.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
10/22/2018	CESP - Companhia Energética de São Paulo (BOVESPA:CESP6)	-	Squadra Investimentos - Gestão de Recursos Ltda.	Hydroelectric Power Generation (Primary)
10/19/2018	CESP - Companhia Energética de São Paulo (BOVESPA:CESP6)	1.702	Consórcio São Paulo Energia	Hydroelectric Power Generation (Primary)
10/05/2018	Santo Antônio Energia S.A.	86	Madeira Energia S.A.	Hydroelectric Power Generation (Primary)
09/28/2018	Transmissora Matogrossense de Energia S.A.	119	Alupar Investimento S.A. (BOVESPA:ALUP11)	Electric Power Transmission and Control (Primary)
09/27/2018	Integração Transmissora de Energia S.A.	277	Equatorial Energia S.A. (BOVESPA:EQT3)	Electric Power Transmission and Control (Primary)
09/27/2018	Uirapuru Transmissora de Energia S.A.	-	Copel Geração e Transmissão S.A.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
09/12/2018	Esperanza Transmissora de Energia S.A.	-	BTG Pactual Gestora de Recursos Ltda	Electric Power Transmission and Control (Primary)

Fonte: Capital IQ

Tabela 24 – Transações de Potenciais Empresas Investidoras nos Setores Elétrico 4/4

All Transactions Announced Date	Target/Issuer	Total Transaction Value (BRLmm, Historical rate)	Buyers/Investors	Industry Classifications [Target/Issuer]
08/30/2018	Boa Vista Energia SA	0	Oliveira Energia Geracao E Servicos Ltda.	Electric Power Distribution (Primary)
08/13/2018	Pirapora Solar Complex in Minas Gerais	1.100	Omega Geração S.A. (BOVESPA:OMGE3)	Electric Power By Solar Energy (Primary)
07/26/2018	Companhia Energética do Piauí - CEPISA	0	Equatorial Energia S.A. (BOVESPA:EQTL3)	Electric Power Distribution (Primary); Electric Power Transmission and Control (Primary)
07/04/2018	ENGIE Geração Solar Distribuída S.A.	35	Engie Brasil Energia S.A. (BOVESPA:EGIE3)	Electric Power By Solar Energy (Primary)
06/20/2018	Cachoeira Paulista Transmissora de Energia S.A.	-	Celeo Redes Brasil S.A.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
06/18/2018	Atiaia Energia S/A	-	China International Water and Electric Corporation	Electric Power By Solar Energy (Primary); Electric Power By Wind Energy (Primary); Hydroelectric Power Generation (Primary)
06/12/2018	90 MW of Solar Projects in Brazil	-	Total Eren SA	Electric Power By Solar Energy (Primary)
06/06/2018	Cachoeira Paulista Transmissora de Energia S.A.	12	Isolux Energia e Participações S.A.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
05/24/2018	Costa Rica Energética Ltda.	44	Companhia Energética Integrada Ltda.	Hydroelectric Power Generation (Primary)
04/30/2018	Enel Distribución Goias S.A.	82	Enel Brasil S.A.	Electric Power Distribution (Primary)
04/17/2018	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. (BOVESPA:ELPL3)	11.630	Enel Brasil Investimentos Sudeste, S.A.	Electric Power Distribution (Primary)
04/11/2018	LT Bandeirante Empreendimentos Ltda	-	Contain Canada Inc.	Electric Power Transmission and Control (Primary)
04/06/2018	Interligação Elétrica Sul S.A.	20	CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (BOVESPA:TRPL4)	Electric Power Transmission and Control (Primary)
03/27/2018	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. (BOVESPA:CLSC4)	54	EDP - Energias do Brasil S.A. (BOVESPA:ENBR3)	Electric Power Distribution (Primary)
03/20/2018	Ecogen Rio Soluções Energéticas S.A.	43	Ecogen Brasil Soluções Energéticas S.A.	Electric Power Distribution (Primary)
03/08/2018	AES Elpa S.A.	0	Brasileira Participações S.A.	Electric Power Distribution (Primary)
02/06/2018	Controlling Stakes in SPE Assuruá Geradora de Energia Solar S.A. and UFV Verde Vale III, Ltda	-	Vientos Solutions LLC	Electric Power By Solar Energy (Primary)
01/16/2018	Ferreira Gomes Energia S.A.	16	Alupar Investimento S.A. (BOVESPA:ALUP11)	Hydroelectric Power Generation (Primary)
01/12/2018	Rondinha Energética S.A.	-	TRD Comercializadora Ltda.	Hydroelectric Power Generation (Primary)

Fonte: Capital IQ

7.2 Fundos Investidores

7.2.1 Fundos que Investiram em Ativos Análogos aos da CELG GT

Com relação aos fundos investidores, foram identificados 12 fundos de investimentos em participações e previdência que realizaram transações em setores elétrico (geração, transmissão e distribuição) e combustível (distribuição).

Tabela 25 - Transações de Potenciais Fundos Investidores nos Setores Elétrico

Investidor	Administra- dor	Gestor	Transacionada	Ano	Valor em Mi- lhões	Participa- ção	Setor	Segmento
Brasil Energia Fundo de Investimento em Participações	Brookfield Brasil Asset Management		Odoyá TE, Esperanza TE e T José Maria de Macedo de Eletricidade	2.016	€ 115	50%	Elétrico	Transmissão
Energia PCH - FIP Multi-estratégia			Juruena Participações e Investimentos (5 PCHs no MT)		R\$950		Elétrico	Geração
Fundo de Investimento em Participações Origem	Votorantim Asset Management DTVM		Enerplan SA	2.015	R\$175		Elétrico	Geração Eólica
Fundo de Investimento em Participações Origem			Faisa SA				Elétrico	Geração Eólica
FIP Infra BB Vot Energ Sust I, II e III Classe A			PCH Rincão				Elétrico	Geração
FIP Infra BB VOT Energ Sust I, II e III Classe A			Faísa	2.012	R\$540		Elétrico	Geração Eólica
FIP Vela Energia I Multi-estratégia	Modal	Vela	São Gabriel	2.016	R\$0,28		Elétrico	Geração
FIP Coliseu e Cemig XP Ômega I	Modal		Terna Asteria (PCH Pipoca)	2.009	R\$2.148	66%	Elétrico	Transmissão
Vinci Equities Gestora	-	-	CEB	2.017			Elétrico	
Vinci Equities Gestora	-	-	Taesa	2.012			Elétrico	Transmissão
FIP Santa Bárbara II	BNY Mellon		Renova Energia	2.011	R\$31	3%	Elétrico	Geração Eólica
FIP Multiestratégia Caixa	Caixa	Mantig	Renova Energia	2.010	R\$70		Elétrico	Geração Eólica
GTD Participações	BNY Mellon		Escelsa	1.995	R\$385	50%	Elétrico	Distribuição
Previ Plano I			Neoenergia		R\$6.860	49%	Elétrico	
Previ Plano I			CPFL Energia		R\$7.680	29%	Elétrico	Distribuição

Fonte: Notícias de mercado, demonstrações financeiras das companhias, press releases, Consórcio CRH CELG ENERGIA

7.2.2 Outros Fundos que Podem Investir em Ativos Análogos aos da CELG GT

Em adição aos fundos que investiram em ativos análogos aos da CELG GT, foram levantados outros 7 cujos regulamentos permitem a realização de transações nos setores dos quais fazem parte os ativos em avaliação para venda.

Tabela 26 – Relação de Outros Fundos que Podem Investir em Ativos Análogos aos da CELG GT

Nome do Fundo	Administrador	Gestor	Descrição
Angra Infra Multiestratégia FIP	BEM	Angra Infraestrutura Gestao Inf e Inv	Investimento em água, saneamento, óleo e gás
Antares Energia FIP Infraestrutura	BRL Trust Investimentos	BRL Trust Investimentos	Investimento em transmissão de energia elétrica, tanto greenfield quanto brownfield
Antares FIP Multiestratégia em Infraestrutura	BRL Trust	BRL Trust	Investimento em transmissão de energia elétrica, tanto greenfield quanto brownfield
Astra Infraestrutura I Fundo De Investimento Em Participações Multiestratégia	Planner	Planner	Fundo deve investir em companhias que assegurem direta ou indiretamente a participação ou o compromisso formal de participação no seu processo decisório
Brasil Mezanino Infraestrutura Fundo De Investimento Em Participações - Multiestratégia	Darby Administração de Investimentos	Darby Administração de Investimentos	Investimento em empresas dos setores de geração, transmissão e distribuição de energia, gás etc, desde que o capital aportado seja exclusivamente utilizado na produção, construção ou melhoria da infraestrutura brasileira
Brookfield Americas Infrastructure (Brazil Power) Fundo De Investimento Em Participações Multiestrat	Brookfield Brasil Asset Management Investimentos	Brookfield Brasil Asset Management Investimentos	Investimento em Sociedades que, direta ou indiretamente, detenham, operem, desenvolvam ou administrem Ativos de Infraestrutura, incluindo ativos relacionados a energia e/ou energia renovável
FIP Multiestratégia Milão	Reag Administração de Recursos	Reag Gestora de Recursos	Investimento em empresas que tenham Governança Corporativa B3, Novo Mercado, Bovespa Mais, Nível 1 ou Nível 2

Fonte: Notícias de mercado, demonstrações financeiras das companhias, press releases, Consórcio CRH CELG ENERGIA.

7.2.3 Outros Fundos que Possivelmente Investiriam em Ativos Análogos aos da CELG GT

Por fim, a seguir são apresentados outros 33 fundos que possivelmente poderiam investir em ativos análogos aos que se avalia alienar da CELG GT. Para selecioná-los, realizou-se busca por fundos de investimentos junto à CVM os quais tinham como classificação, investimentos em participações em infraestrutura, meio ambiente, energia, gás, transmissão e distribuição.

Tabela 27 - Relação de outros fundos que possivelmente podem investir em ativos análogos aos da CELG GT

Nome	Administrador	Gestor
Beira Rio FIP Mult IE	BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	BTG Pactual Gestora de Recursos
BR Ambiental FIP	Brookfield Brasil Asset Management	Brookfield Brasil Asset Management
Brasil Plural Special Situations FIP Multiestratégia IE	Geração Futuro Corretora de Valores	Brasil Plural Gestão de Recursos
Brookfield Brazil Infrastructure FIP Multiestratégia	Brookfield Brasil Asset Management Investimentos	-
BTG Oil & Gas FIP Mult IE	BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	BTG Pactual Gestora de Recursos
BTG Pactual Energia 3 FIP -Infraestrutura	BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	-
BTG Pactual Infraestrutura II Energia FIP - Infraestrutura	BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	-
BTG Pactual Infraestrutura II FIP Multiestratégia	Santander Securities Services Brasil DTVM	-
BTG Pactual Principal Investments FIP	Citibank	BTG Pactual Gestora de Recursos
BTG Pactual Red FIP Mult	-	BTG Pactual Gestora de Recursos
Caixa FIP Amazonia Energia	Caixa	Valora Gestão De Investimentos Ltda
Delta FM&B FIP Multiestratégia IE	BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	BTG Pactual WM Gestão de Recursos
FIP Brasil Energia Multiestrategia	Bradesco	BTG Pactual Gestora de Investimentos Alt
FIP Multiestrat Multisetorial Plus IE	BEM DTVM	2b Capital
FIP Multiestrategia Inovabra I IE	BEM DTVM	2b Capital
FIP Nordeste Energia	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	Totem Investimentos e Gestão de Recursos
G5 BR Infra III FIP Multi	-	G5 Administradora de Recursos Ltda
Global Energy FIP	Geração Futuro Corretora de Valores	GF Gestão de Recurso
Global Infraenergy FIP	Planner	Planner
Infrastructure Partners FIP	-	Oliveira Trust Servicer
Investidores Institucionais FIP	-	Angra Partners Gestão de Recursos
Nova Energy I FIP	-	BRPP Gestão de Produtos Estruturados
Olime FIP em Infraestrutura	Modal	Modal Administradora de Recursos
Patria Energia FIP	Patria Investimentos Ltda	Patria Investimentos
Patria Energia Renovável FIP IE	PIP Administração de Recursos	PIP Administração de Recursos
Patria Infraestrutura FIP	P2 Gestão	P2 Gestão
Patria Infraestrutura III FIP	P2 Gestão	P2 Gestão
Reag Infra Industrial FIP Empresas Emergentes	Reag Administradora de Recursos	Reag Administradora de Recursos
Rio Energy FIP Multiestrategia	Santander Securities Services Brasil	Santander Securities Services Brasil
Vinci Infra Coinvestimento I FIP Infraestrutura	BRL Trust Investimentos	Vinci Infraestrutura Gestora De Recursos
Vinci Infra Transmissão FIP em Infraestrutura	BRL Trust Investimentos Ltda	Vinci Infraestrutura Gestora De Recursos
Brasil Sustentabilidade FIP Multiestratégia	BEM DTVM	BRZ Investimentos
FIP Brasil Óleo & Gás FIP Multiestratégia	BEM DTVM	Valora Gestão de Investimentos

Fonte: Notícias de mercado, demonstrações financeiras das companhias, press releases, Consórcio CRH CELG ENERGIA

7.3 Participações Societárias Empreendimentos de Energia Elétrica

A seguir, são apresentadas as estruturas societárias de empreendimentos de 100 mil a 200 mil kW no Brasil, os quais também podem incluir potenciais investidores para os ativos avaliados da CELG GT.

Tabela 28 - Perfil Societário de Empreendimentos de Geração de Energia Elétrica (1 de 2)

Usina	Potência Outorgada (kW)	Potência Fiscalizada (kW)	Proprietário	Município
De 100.000 a 150.000 kW				
Jurumirim	100.956	100.956	100% para RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.	Cerqueira César - SP
Salto Grande	102.000	102.000	100% para CEMIG GERACAO SALTO GRANDE S.A.	Braúnas - MG
Queimado	105.000	105.450	17.5% para CEB Participações S.A 82.5% para CEMIG Geração e Transmissão S.A	Cristalina - GO Unai - MG
Euclides da Cunha	108.890	108.800	100% para AES TIETE ENERGIA S.A	São José do Rio Pardo - SP
Porto Estrela	112.000	112.000	66.66% para Aliança Geração de Energia S.A. 33.33% para Coteminas S.A.	Açucena - MG Braúnas - MG Joanésia - MG
Salto	116.000	116.000	100% para Rio Verde Energia S.A.	Caçu - GO Itarumã - GO
Guaporé	120.000	124.200	36% para Mineração Santa Elina Indústria e Comércio S.A 64% para Tangará Energia S.A	Pontes e Lacerda - MT
Quebra Queixo	120.000	121.500	100% para Companhia Energética Chapecó	Ipuacu - SC São Domingos - SC
Fundão	120.168	120.168	100% para Centrais Elétricas do Rio Jordão S/A	Foz do Jordão - PR Pinhão - PR
Santa Clara	120.168	120.168	100% para Centrais Elétricas do Rio Jordão S/A	Candói - PR Pinhão - PR
Jauru	121.500	121.500	10% para Cinco Estrelas Agropecuária e Participações Ltda 90% para Queiroz Galvão Energética S/A.	Indiavaí - MT Jauru - MT
Dona Francisca	125.000	125.000	5% para Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica 95% para Dona Francisca Energética S/A	Agudo - RS Nova Palma - RS
Corumbá IV	127.000	127.000	100% para Corumbá Concessões S.A	Luziânia - GO
Castro Alves	130.000	130.845	100% para Companhia Energética Rio das Antas	Nova Pádua - RS Nova Roma do Sul - RS
Monte Claro	130.000	130.000	100% para Companhia Energética Rio das Antas	Bento Gonçalves - RS Veranópolis - RS
Ibitinga	131.490	131.490	100% para AES TIETE ENERGIA S.A	Ibitinga - SP
Fontes Nova	131.988	130.300	100% para Light Energia S.A	Piraí - RJ
Risoleta Neves (Antiga Candonga)	140.000	140.000	50% para Aliança Geração de Energia S.A. 50% para Vale S/A	Rio Doce - MG Santa Cruz do Escalvado - MG
Guilman Amorim	140.000	140.040	51% para ARCELORMITTAL BRASIL S.A. 49% para Samarco Mineração S.A	Antônio Dias - MG Nova Era - MG

Fonte de Dados: Agência Nacional de Energia Elétrica; Elaboração: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Tabela 29 - Perfil Societário de Empreendimentos de Geração de Energia Elétrica (2 de 2)

Usina	Potência Outorgada (kW)	Potência Fiscalizada (kW)	Proprietário	Município
Baguari	140.000	140.544	49% para Baguari Energia S.A. 51% para Baguari I Geração de Energia Elétrica S.A	Alpercata - MG Fernandes Tourinho - MG Governador Valadares - MG Iapu - MG Periquito - MG Sobralia - MG
Barra Bonita	140.760	140.760	100% para AES TIETE ENERGIA S.A	Barra Bonita - SP
Bariri (Álvaro de Souza Lima)	143.100	136.800	100% para AES TIETE ENERGIA SA	Boracéia - SP
De 150.000 a 200.000 kW				
Itiquira (Casas de Forças I e II)	157.370	156.000	100% para Itiquira Energética S.A	Itiquira - MT
Passo Real	158.000	158.000	100% para Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica	Salto do Jacuí - RS
Pedra do Cavalo	160.000	162.000	100% para Votorantim Cimentos N.NE S.A	Cachoeira - BA Governador Mangabeira - BA
Ponte de Pedra	176.100	176.100	100% para ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	Itiquira - MT Sonora - MS
Funil	180.000	180.000	100% para Aliança Geração de Energia S.A.	Lavras - MG Perdões - MG
Jacuí	180.000	180.000	100% para Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica	Salto do Jacuí - RS
Paulo Afonso I	180.001	180.001	100% para Companhia Hidro Elétrica do São Francisco	Delmiro Gouveia - AL Paulo Afonso - BA
Ilha dos Pombos	187.169	187.169	100% para Light Energia S.A	Além Paraíba - MG Carmo - RJ
Salto Pilão	191.890	191.890	60% para Companhia Brasileira de Alumínio 20% para Companhia Geração de Energia Pilão 20% para DME Energética S.A	Apiúna - SC Ibirama - SC Lontras - SC
Garibaldi	191.900	191.900	100% para Rio Canoas Energia S.A	Abdon Batista - SC
Mascarenhas	198.000	189.000	100% para Energest S/A	Aimorés - MG Baixo Guandu - ES

Fonte de Dados: Agência Nacional de Energia Elétrica; Elaboração: Consórcio CRH CELG ENERGIA

8 Custos de Leilão na B3

Além de promover os leilões, a B3 (Brasil Bolsa Balcão) tem o papel de assessorar as seguintes atividades:

- Análise da Minuta de Edital de alienação, com vistas a compatibilizar o documento frente as práticas recomendadas pela B3;
- Elaboração do Manual de Procedimentos que descreve as regras, procedimentos operacionais a serem observados pelas proponentes, dentre outros aspectos;
- Atendimento às proponentes credenciadas no leilão;
- Guarda dos documentos referentes aos leilões, recebidos;
- Recebimento, análise e gestão das garantias financeiras das propostas das proponentes;
- Análise dos documentos de pré-identificação, referentes à habilitação das proponentes;
- Promoção de infraestrutura e organização da sessão pública;
- Condução da sessão pública e classificação das propostas econômicas;
- Viabilização de depósito exclusivo das ações;
- Operacionalização da liquidação das alienações.

Para tanto, foram estimados os custos com a contratação da B3 tendo por referência cotações realizadas anteriormente. Os custos podem ser classificados em 3 subdivisões:

- Remuneração fixa devida pelo cliente (no caso, a Celg Par);
- Depósito exclusivo devido pelo cliente (no caso, a Celg Par);
- Taxa de sucesso devida pela licitante vencedora.

Tabela 30 – Custos estimado de Leilão na B3 (R\$'000)

		Valor Mínimo	Valor Máximo
Remuneração fixa devida pelo Cliente	<i>Valor Fixo</i>	973	973
Depósito Exclusivo devido pelo Cliente	<i>Valor por Ativo</i>	68	475
Taxa de Sucesso devida pelas vencedoras	<i>Valor por Ativo</i>	475	3.322
Total		1.516	4.769

Fonte de Dados: B3 e Consórcio CRH CELG ENERGIA

Destaca-se que esses valores possuem um viés variável, o que faz com que seus preços sejam diferentes para cada leilão específico, o que implica dizer que se tratam de valores aproximados e não definitivos com relação ao que efetivamente será despendido com o leilão. O custo estimado de leilão da B3 irá variar caso os sócios das SPEs exerçam o direito de preferência, valor máximo representa a estimativa de valor caso ocorra o direito de preferência de todas as seis SPEs.

9 Recomendações sobre os Modelos

As condições para os modelos propostos são resumidas na tabela a seguir. A alienação da CELG Par por meio de leilão especial se mostra a mais oportuna e econômica e por oferecer uma companhia aberta ao comprador. A Venda da Celg GT com a reestruturação societária, transferindo suas ações para o Estado Goiás, por meio de cisão ou redução de capital, também se mostra oportuna. Como ponto negativo destaca-se o atraso em alguns meses.

A opção mais ágil seria a venda das ações da Celg GT em leilão especial, mas haveria perda tributária estimada em R\$ 169,4 milhões. A segregação de EC III pode otimizar o valor desse ativo, mas é algo que traz incertezas ao processo e complicações de reestruturação societária, com a necessidade de segregação antecipada desse ativo. Outras opções estudadas são menos indicadas.

Tabela 31 – Análise e Classificação dos Modelos Propostos

Atratividade	Ações	Modelo	Ponto Positivo	Ponto Negativo	Liquidez
+++	Celg Par	Leilão Especial	Ganho tributário	Prazo. Aprovação Lei autorizativa	Direcionada a investidor sinérgico
++	Celg Par	Oferta Secundária	Ganho tributário	Prazo. Aprovação Lei autorizativa	Direcionada a mercado pulverizado. Reduz possibilidade de ágio
++	Celg Par	Venda 51%	Ganho tributário	Prazo. Aprovação Lei autorizativa	Risco de redução de interesse
+++	Celg GT	Transf. e Leilão Especial	Venda Mais ágil	Perda Tributária. Perde agilidade se realizada condição para isenção tributária, mas equilibra o econômico	Direcionada a investidor sinérgico.
+	Celg GT	Leilão Especial	Venda Mais ágil	Perda Tributária. Perde agilidade se realizada condição para isenção tributária, mas equilibra o econômico	Direcionada a investidor sinérgico.
+	Celg GT	Oferta Secundária	Venda Mais ágil	Perda Tributária. Perde agilidade se realizada condição para isenção tributária, mas equilibra o econômico	Direcionada a mercado pulverizado. Reduz possibilidade de ágio.
+	Celg GT	IPO	Venda Mais ágil	Perda Tributária. Perde agilidade se realizada condição para isenção tributária, mas equilibra o econômico	Custos elevados. CELG Par já é de capital aberto. Processo levaria pelo menos 6 meses. Perda tributária
+	Celg GT	Venda 51%	Venda mais ágil	Perda Tributária. Perde agilidade se realizada condição para isenção tributária, mas equilibra o econômico. Oferta parcial não garante ganho posterior e pode haver depreciação da oferta inicial	Posterga recebimento parcial, sem garantia de performance

+	Venda Segregada	Lote I CELG GT, Lote 2 EC III	Maior chance de agregação de valor de EC III	Complexidade de execução com baixo ganho esperado	Baixa relevância das investidas. Mantido o direito de preferência para garantia do interesse dos sócios atuais
---	-----------------	-------------------------------	--	---	--

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

Extraíndo o efeito tributário, o valor presente das alternativas é próximo e a opção por uma delas acaba por ter efeitos mais estratégicos.

O Valor Presente Líquido (VPL), para cada modelo proposto, foi estimado com base no valor total do apurado na Avaliação Econômico-Financeira de R\$ 1.531.630 mil, líquido de R\$ 169.365 mil de impostos, quando for o caso, corrigido pela Selic pelo prazo apurado e descontado pela WACC de 8,73% a.a. para data de setembro de 2020, data base da avaliação financeira.

Tabela 32 – Análise de VPL dos Modelos Propostos (R\$'000)

Atratividade	Ações	Modelo	Prazo (Meses)	Valor de Referência	Valor Corrigido Selic	Valor Descontado WACC
+++	Celg Par	Leilão Especial	18	1.531.630	1.586.737	1.435.415
++	Celg Par	Oferta Secundária	18	1.531.630	1.586.737	1.435.415
++	Celg Par	Venda 51%	51% em 18 e 49% em 30	1.531.630	1.620.413	1.418.450
+++	Celg GT	Transf. e Leilão Especial	18	1.531.630	1.586.737	1.435.415
+	Celg GT	Leilão Especial	12	1.362.264	1.390.288	1.300.428
+	Celg GT	Oferta Secundária	18	1.362.264	1.411.278	1.276.689
+	Celg GT	IPO	24	1.362.264	1.439.167	1.259.141
+	Celg GT	Venda 51%	51% em 18 e 49% em 30	1.362.264	1.441.230	1.261.600
+	Venda Segregada	Lote I CELG GT, Lote 2 EC III	24	1.362.264	1.439.167	1.259.141

Fonte: Consórcio CRH CELG ENERGIA

10 Considerações Finais

Foram analisadas diversas propostas para alienação do negócio que envolve a Celg GT. A proposta de maior valor econômico e indicada foi a alienação das ações da Celg Par por meio de leilão especial.

Todavia, sabe-se que tal proposta pressupõe a aprovação de Lei Autorizativa no estado para alienação das ações da Celg Par e complemento do processo de diligências e avaliação da Celg Par. Como alternativa de equilíbrio econômico se apresenta a reestruturação societária com transferência das ações da CELG GT para o estado de Goiás, hoje de titularidade da Celg Par, por meio de cisão ou redução de capital.

A opção mais ágil e aprovada é a alienação direta das ações da Celg GT, pois já possui Lei Autorizativa do estado. No entanto, haverá perda tributária estimada em R\$ 169,4 milhões por essa opção.

Ressalta-se que ao se exercer os direitos de preferência é possível que o comprador tenha incidência de impostos sobre ganho de capital em EC III, estimados nos valores propostos pelo *valuation* de R\$ 15,795 milhões. Tal valor por possuir baixa representatividade na avaliação e se encontrar dentro do intervalo de valor das avaliadoras para esse ativo, não foi diminuído do preço mínimo global indicado para a transação, nem do ativo em específico.

