Projeto de P&D "Índice de Sustentabilidade Econômico-Financeira das Distribuidoras de Energia Elétrica"

Gestão das Holdings e os Resultados de suas Controladas de Distribuição de Energia Elétrica: Impacto nos Indicadores Financeiros de Sustentabilidade

Thereza Cristina Nogueira de Aquino

NOVEMBRO/2017

GESEL Grupo de Estudos do Setor Elétrico UFRJ 20 anos
CPFL ENERGIA
P&D ANEEL

Sumário

1 Introdução 5

2 Grupo Econômico 8

2.1 Conceituação 8

2.2 Governança Corporativa 10

3 Modelos de Risco e Insolvência para *Holdings* de Grupos Econômicos Através de Reguladores e de Avaliadoras de Risco 13

4 Abordagem sobre os Grupos Econômicos de Distribuição do SEB 17

4.1 Estrutura de Governança do SEB e a Formação de *Holdings* 17

4.2 Concentração de Propriedade e Governança Corporativa 19

5 Visão do Grupo Rede: da Criação à Intervenção do Regulador 22

5.1 Histórico e Perfil Corporativo 22

5.2 Transferência de Controle para o Grupo Energisa 25

5.3 Diagnóstico de Situação Realizado pela PWC na Cemat: Posição de 31 de Agosto de 2012 28

5.3.1 Pagamentos Realizados pela Empresa a Funcionários e Diretoria 28
5.3.2 Contratação de Fornecedores 29
5.3.3 Forma de Gestão dos Negócios Versus Convenção de Grupo de Sociedades 31
5.3.4 Sistema de Aprovação de Transações Vis-à-vis Abuso de Poder do Controlador 32
5.3.5 Operações com Partes Relacionadas Não Apresentadas nas Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras 32
5.3.6 Resgate de Aplicações Financeiras da Cemat pelo Banco Daycoval 33
5.3.7 Contratos de Mútuo 34
5.3.8 Penalidades Aplicadas pela ANEEL 35
5.3.9 Dividendos e Juros sobre Capital Próprio 35
5.3.10 Intervenção da ANEEL na Cemat 35

6 Avaliação Qualitativa Aplicada a Grupos Econômicos Selecionados: o Caso Rede Energia S.A. 36

6.1 Estratégia de Investimento 36

6.2 Qualidade dos Ativos, Compreendendo a Concentração, a Diversidade Geográfica e de Negócios São os Fatores Que Se Aplicam ao Estudo de Caso em Análise. 37

6.3 Política Financeira 38

6.4 Complexidade do Grupo 39

7 Metodologia Quantitativa de Avaliação de Risco e Insolvência para *Holdings* 41

7.1 Análise da Situação Econômica 41

7.2 Análise da Situação Financeira 42

7.3 Análise do Endividamento e Risco de Inadimplência 42

7.4 Análise Quantitativa de Avaliação de Risco e Insolvência Aplicada ao Grupo Rede 43

7.4.1 Situação Econômica 43
7.4.2 Situação Financeira 44
7.4.3 Risco de Inadimplência e Endividamento do Grupo Rede....46

8 Conclusão 48

9 Bibliografia 49

Gestão das *Holdings* e os Resultados de suas Controladas de Distribuição de Energia Elétrica: Impacto nos Indicadores Financeiros de Sustentabilidade

Thereza Cristina Nogueira de Aquino

1 Introdução

Desde o início do processo de privatizações, o qual já completou duas décadas, o segmento de distribuição de energia elétrica passou a contar com forte presença de empresas privadas de capital nacional e estrangeiro, modificando o perfil societário, até então calcado em empresas estatais, federais ou estaduais. A entrada de grandes *players* estrangeiros e a constituição de grandes grupos nacionais, os quais, ao longo dos anos, foram sendo alterados com as operações de M&A, atualmente compõem um segmento de distribuição concentrado e com empresas desverticalizadas pertencentes a grandes grupos econômicos.

Destaque-se que a expansão dos grupos econômicos não ocorreu apenas no setor de distribuição com a aquisição de novos ativos, mas esteve também focada em novos empreendimentos das atividades de geração e a transmissão de energia elétrica e outros segmentos de infraestrutura. Com essa estratégia de expansão e diversificação, as empresas passaram a se estruturar como grupos econômicos, criando *holdings* e, com a desverticalização, esse processo se acentuou, traduzindo-se em uma complexidade organizacional.

Para a consecução das elencadas estratégias dos grupos econômicos, foram utilizadas pelas empresas distribuidoras as práticas usuais de captações de empréstimos e financiamentos. Entretanto, em muitos casos não se obtive o retorno necessário, acarretando em sérios prejuízos à saúde financeira e operacional das companhias.

Destaca-se que o caso do Grupo Rede é exemplo recente sobre a questão de governança no Brasil. O Grupo Rede possuía oito concessionárias de distribuição de energia elétrica, mas, em função de diversos fatores, acabou por se tornar insolvente e várias distribuidoras do grupo foram objeto de intervenção da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), a partir de setembro de 2012. A

transferência do controle societário e aprovação de um plano de recuperação judicial das concessionárias eram condições para o encerramento da intervenção pelo órgão regulador.

Assim, em abril de 2014, o Grupo Energisa assumiu o controle de oito distribuidoras e, somadas aos ativos que possuía, a Energisa passou a ser o sexto maior grupo em número de consumidores e o sétimo em receita líquida no segmento. Além disso, com a aquisição, a Energisa passou a atender 6 milhões de consumidores, em nove estados do país.

A intervenção da ANEEL no Grupo Rede, em 2012, foi motivada pela situação precária das suas distribuidoras, devido ao alto endividamento da *holding* e de algumas das empresas controladas, além de uma gestão deficiente e sem atender as boas práticas de governança corporativa, colocando em risco a prestação de serviço de distribuição de energia para uma área de abrangência geográfica significativa.

Nos últimos anos antes da intervenção da ANEEL, o Grupo Rede teve um crescimento expressivo de consumidores em sua área de atuação, o que requeria investimentos na rede para atender à demanda. A alta alavancagem, as operações financeiras entre companhias e a carência de uma boa administração levaram a que o risco do grupo se elevasse, criando escassez de recursos para financiar o CAPEX necessário para fazer frente a uma boa performance das distribuidoras.

A ANEEL, em dezembro de 2016, abriu audiência pública com matéria que versa sobre os sistemas de governança corporativa nas distribuidoras de energia elétrica. Com base na Nota Técnica nº 245/2016-SRM-SFF/ANEEL, os agentes apresentaram suas contribuições, porém o processo ainda não foi concluído.

A Agência afirma, na referida Nota Técnica, que:

> *"Chegando ao segmento de distribuição, não há como negar que a derrocada do Grupo Rede Energia foi um grande motivador para que o Regulador refletisse e propusesse junto ao Poder Concedente a necessidade de fortalecimento da governança corporativa das Concessionárias de distribuição, ao qual foi comandada em Decreto e internalizada nos novos Contratos de Concessão, bem como teve as definições dos contornos de uma futura regulamentação neste Contrato."*

Deste modo, este texto busca contribuir para a definição das bases de análise dos grupos econômicos de distribuição, destacando aspectos fundamentais para o desenvolvimento de uma metodologia de regulação financeira para as *holdings*. Para tanto, será desenvolvida uma revisão bibliográfica dos principais modelos de risco e insolvência, com destaque para os trabalhos que analisam a regulação dos

riscos financeiros. Por fim, a partir da metodologia de análise qualitativa de crédito e de uma quantitativa para os grupos econômicos, busca-se uma base para o desenvolvimento de um modelo de supervisão econômico financeira das *holdings* que complemente a regulação financeira já adotada pela ANEEL à nível de distribuidoras.

Destaca-se que este trabalho versa sobre a avaliação de alguns fatores qualitativos das práticas de gestão das *holdings* em relação às controladas da atividade de distribuição de energia elétrica, objetivando detectar os fatores que interferem nos indicadores econômicos e financeiros das próprias *holdings* ou de suas controladas ou que, de alguma forma, deturpam ou mascaram os resultados. Assim, busca-se complementar análise dos indicadores das próprias distribuidoras de energia elétrica brasileiras, com o objetivo de antecipar o eventual risco de contaminação econômica e financeira de partes relacionadas às outorgadas do Setor Elétrico Brasileiro (SEB)[1].

Os fatores qualitativos e alguns indicadores quantitativos serão testados no caso do Grupo Rede e serão avaliadas as práticas de gestão adotadas pela *holding* para as suas controladas quanto à estratégia de investimentos, endividamento, distribuição de dividendos, liquidez, ente outros aspectos, buscando analisar o impacto destas na situação econômico e financeira das distribuidoras do grupo.

Este texto apresenta, inicialmente, uma abrangente conceituação de grupo econômico, abordando os aspectos da legislação quanto à questão societária, de governança e a relação com os *stake holders*. Em seguida, apresenta-se uma sucinta revisão bibliográfica dos modelos de risco e insolvência direcionados para *holdings* de grupos econômicos através de reguladores e de avaliadoras de risco. A terceira parte mostra a situação atual dos grupos econômicos brasileiros com atuação no segmento de distribuição. Na quarta Seção, avalia-se o Grupo Rede S.A. de uma forma qualitativa, através de outros trabalhos, como o da PWC e da Delloitte, os quais fazem diagnósticos sobre o referido grupo, antes e após a intervenção da

1 Este ponto mereceu destaque na Nota Técnica nº 67/2016-SFF/ANEEL, de 15/04/2016, que trata de indicadores financeiros de sustentabilidade econômico-financeira, como pode ser visto no item III.1- Da Finalidade da Implantação dos Indicadores: "Do mesmo modo, cumpre analisar qualitativamente outros aspectos não abrangidos pelos indicadores (como o acionista controlador) e as perspectivas futuras, uma vez que o amanhã pode não reproduzir o passado, de forma que a Agência tome medidas preventivas. Por exemplo, uma eventual crise setorial, a transferência de controle societário de uma distribuidora para um controlador que possua uma capacidade gerencial e/ou uma situação financeira distinta do controlador anterior ou a iminência de uma RTE / RTP que produza efeitos significativos na Parcela B". A Nota Técnica ainda menciona que, em trabalhos futuros, a ANEEL pretende analisar em maior profundidade os grupos econômicos de distribuição face ao elevado número destes no mercado.

ANEEL e da recuperação judicial da *holding*. Por fim, com a adoção de uma metodologia quantitativa econômico-financeira, analisa-se através de indicadores a performance do Grupo Rede, no período de 2006 a 2011, antes da intervenção do regulador.

2 Grupo Econômico

2.1 Conceituação

No Brasil, o conceito de grupo econômico e a sua disciplina são regulados pela Lei nº 6.404/1976, denominada Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S.A.). Esta Lei disciplina, no Capítulo XX, os grupos econômicos de fato (controladoras, controladas e coligadas), nos termos do art. 243 e seguintes. No Capítulo XXI, a Lei nº 6.404/1976 disciplina a figura do grupo de sociedades, nos termos do art. 265 e seguintes.

É importante ressaltar que a Lei nº 11.941/2009 introduziu importantes modificações na Lei das S.A., sendo uma delas a mudança no art. 243, em seus § 1º e 2º, que dizem:

> *"§ 1º São coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa.*
>
> *§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores."*

Desta forma, vê-se que o investidor, mesmo não havendo a maioria de ações, quando exerce influência significativa, poderá configurar o controle de fato de um grupo econômico. Além disso, os §§ 4º e 5º do mesmo artigo versam:

> *"§4º Considera-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la.*
>
> *§5º É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la."*

Estas sucessivas mudanças ocorridas nos últimos anos no âmbito da Lei das S.A. visaram, principalmente, adequá-la às necessidades de evolução do mercado de capitais, bem como às profundas mudanças ocorridas nas formas de estruturação e gestão de grupos econômicos.

Segundo Bulgarelli[2] (in Neto, Nabor Batista de Araújo):

> *"Com efeito, para caracterização do grupo econômico não é necessária a existência de atividades próximas, idênticas ou complementares exercidas pelos entes agrupados, pois conforme dito acima, os grupos societários modernos não se moldam às fórmulas tradicionais de concentração empresarial (vertical ou horizontal), podendo adotar formas diagonais ou conglomerado, cuja característica básica é a diversificação de produtos, atividades e inclusive localização geográfica. Em resumo, são inúmeras as formas, sendo difícil, senão praticamente impossível, reduzir a realidade fática e econômica a uma tipologia eficiente, tendo em vista, inclusive, o seu dinamismo."*

Estas novas formas de gestão e de grupamento empresarial vêm constantemente se aprimorando e a velocidade destas modificações vem se agudizando, tudo em função do crescimento dos mercados e do aumento da concorrência entre as empresas. Tais mudanças levam, como consequência, a uma constante procura na diminuição de custos operacionais e administrativos, visando a manutenção de um nível de retorno aceitável pelos empreendedores.

Também, além dos preceitos dos Capítulos XX e XXI da Lei das S.A. e conforme Bulgarelli (cit) já havia observado, a realidade fática e o dinamismo empresarial levam a formas de associação que não são previstas em leis ou regulamentos. Atualmente, algumas associações de empresas constituem-se em grupos empresariais de fato. Sobre a extensão deste conceito de grupo empresarial de fato, Nelson Eizirik menciona (in Castro, Marina Grimaldi de):

> *"No regime atual, tendo em vista a nova redação dos §§1°, 4° e 5°, o conceito de coligação deixou de ser objetivo e passou a repousar no critério da "influência significativa". Trata-se, assim, de noção subjetiva, de um standard, a ser examinado e aplicado caso a caso, a partir do julgamento da existência ou não de uma influência significativa em cada situação concreta.*
>
> *(...)*
> *Visando a conferir alguma concretude ao conceito, o §4° dispõe que se*

2Bulgarelli, Waldírio. Manual das Sociedades Anônimas. 13 ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 299.

> *considera haver influência significativa quando a investidora, embora não controlando a investida, detém ou exerce o poder de participar nas suas decisões financeiras ou operacionais. Trata-se de conceito subjetivo; é uma definição por exclusão, pois, caso a sociedade possua investimento que não caracterize controle e que também não seja especulativo, presumir-se-á um investimento em sociedade coligada. Assim, é necessário verificar se a participação acionária confere à investidora determinada influência nas decisões da investida, mas sem que essa influência seja preponderante, o que caracteriza o controle. Já o §5° estabelece uma presunção de influência significativa quando a investidora é titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la. Ou seja, presume-se que essa participação no capital votante confere à investidora as condições de influenciar nas decisões operacionais e financeiras da investida, ainda que não a controle."*

Eizirik (in Castro, Marina Grimaldi de) observa, ainda, que, em determinadas situações, a aplicação da teoria da aparência, que normalmente é empregada nos grupos de direito, poderá ser estendida aos grupos de fato. Este ponto é de grande importância no presente trabalho, onde procura-se demonstrar os efeitos da sustentabilidade financeira de grupos econômicos e eventuais falhas ou abusos de seus administradores.

> *"Em decorrência da aplicação da teoria da aparência, tal consequência, que, em princípio, seria aplicável apenas aos grupos de direito, poderia ser também estendida aos grupos de fato que se apresentem ao público como se estivessem formalmente constituídos como grupo de direito." (Eizirik, 2011, p. 530-531)*

2.2 Governança Corporativa

Os princípios básicos da governança corporativa são a transparência, a equidade, a prestação de contas (*accountability*), a responsabilidade corporativa, a conformidade e a ética.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) é a principal referência no desenvolvimento das melhores práticas para o assunto e define governança corporativa como(5ª edição de 2015):

> *"(...) o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.*

> *As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum."*

Essa definição está em absoluta consonância com as finalidades pretendidas pela legislação societária e vários artigos da Lei das S.A. mencionam estas práticas:

i. A busca pelo equilíbrio nas relações entre o acionista controlador, os demais acionistas, os que laboram na companhia e a comunidade em que ela atua (equidade), conforme se verifica no art. 116, parágrafo único, art. 141, §4º, art. 163, §6º e art. 254-A, parágrafo único;
ii. A transparência, que pode ser verificada, dentre outros, no dever de comunicar ao mercado qualquer fato ou deliberação da assembleia ou da administração que possa influenciar de modo ponderável na decisão de adquirir ou alienar valores mobiliários da companhia, conforme se observa no art.157, §4º;
iii. A necessidade de prestação de contas adequada (*compliance*), observa danos arts. 123, 124, 132, 133, 152, 176 e 177; e
iv. A necessidade de existência de aprovação das contas dos administradores e da aprovação do parecer dos auditores independentes, conforme previsto pelos arts. 122, iii, 132, i, 133, i, ii, iii e iv, dentre outros.

É importante ressaltar que os artigos 116 e 117 tratam da responsabilidade dos administradores. Mais ainda, a relação dos acionistas das sociedades de economia mista com seus administradores, que é a situação legal de muitas empresas no Brasil (Petrobras, Eletrobrás, etc) está sujeita aos ditames do artigo 238.

O Artigo 116, em seu parágrafo único, estabelece que cabe ao controlador da companhia cumprir o seu objeto, o qual consta em seu Estatuto Social, e o mesmo ainda possui deveres e responsabilidades com os demais acionistas da empresa, a saber:

> *"O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender."*

Portanto, a finalidade do poder estabelecida na Lei para o acionista controlador é o seu próprio limite de atuação, como também demonstra o balanceamento necessário para tornar mais igualitária sua relação com os demais acionistas, ou

melhor, com os *stake holders*. O poder de controle deve ser exercido no interesse da empresa e de acordo com o regime de governança estabelecido pela Lei para administração e representação da sociedade objetivando sua legitimidade.

Por sua vez, o artigo 117, §1º da mesma lei estabelece que:

> *"São modalidades de exercício abusivo de poder:*
>
> *a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; (...)*
>
> *e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral; (...)"*

Através da leitura deste artigo, observa-se principalmente na alínea "a" que é um exercício abusivo de poder o controlador orientar a companhia para fim estranho ao seu objeto social.

Já o artigo 238 disciplina a atuação do acionista controlador no tocante às sociedades de economia mista, dizendo:

> *"A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação."*

Depreende-se do acima exposto que o arcabouço legal e formal brasileiro tem procurado cobrir todos os aspectos das relações que envolvem os *stake holders* em uma sociedade anônima.

Por outro lado, a ANEEL, na Nota Técnica nº 245/2016, sobre a proposta de resolução para regulamentar a avaliação das práticas de governança corporativa das distribuidoras, cita como precedente:

> *"O debate sobre as práticas de governança nos agentes não se iniciou por ocasião da renovação das concessões de distribuição, mas bem antes, em 2012, por conta do colapso do Grupo Rede Energia e que resultou na declaração de uma intervenção administrativa nas empresas do grupo pela ANEEL para garantir a continuidade do serviço público. Ao fim do processo, os Interventores identificaram a inexistência de mecanismos de freios e contrapesos que limitassem a concentração do poder decisório no grupo,*

favorecendo contratações com partes relacionadas em valor muito acima ao de mercado e, em um cenário pré-falimentar, pagamentos de dividendos e bônus aos executivos altíssimos – em síntese – uma voga empresarial de baixa governança que arriscou o suprimento de eletricidade a milhões de brasileiros."

O órgão regulador adotou alguns mecanismos de governança para as distribuidoras observarem através dos contratos de concessão que foram renovados e está, no momento, analisando as contribuições dos agentes sobre as propostas apresentadas pela referida nota técnica para a conclusão da resolução.

3 Modelos de Risco e Insolvência para *Holdings* de Grupos Econômicos Através de Reguladores e de Avaliadoras de Risco

Esta Seção apresenta uma abordagem dos modelos de risco e insolvência para *holdings* de grupos econômicos adotados por reguladores e avaliadoras de risco de crédito.

A agência de risco de crédito canadense DBRS contempla a avaliação de grupos empresariais, característica da estrutura societária presente no Setor Elétrico Brasileiro e, portanto, relevante para a regulação do risco financeiro no Brasil (DBRS 2014b). A DBRS define as *holdings* como empresas sem atividades próprias e limitadas a serem proprietárias de investimentos em empresas subsidiárias. Assim, a agência aplica os seguintes critérios às *holdings*:

i. Análise desconsolidada: a DBRS analisa o fluxo de caixa da *holding* em base *cash-in/cash-out*, por isso utiliza as demonstrações financeiras desconsolidadas, as quais fornecem informações sobre o fluxo de caixa, ativos, capitalização e endividamento. Os níveis de endividamento consolidados devem ser normalmente inferiores a 20% da estrutura de capital desconsolidada;
ii. Entradas de caixa: a DBRS revisa a fonte de ingressos de caixa da*holding* para avaliar a sua estabilidade;
iii. Saídas de caixa: a DBRS analisa como a *holding* utiliza o seu dinheiro para apoiar a liquidez e quaisquer deficiências, o que pode incluir o financiamento interno para apoiar o grupo, o investimento estratégico e as formas como as potenciais deficiências poderiam ser abordadas, tais como redução de dividendos comuns, programas de reinvestimento de dividendos, etc.;

iv. *Restrições aplicáveis aos dividendos*: se houver regulação ao nível operacional, pode haver restrições significativas sobre a capacidade das filiais para pagar dividendos, o que também poderia ocorrer quando as entidades estão em diferentes países;

v. *Ativos adicionais*: algumas *holdings* têm quantidades significativas de caixa e títulos negociáveis na mão que poderiam reforçar a liquidez fornecida por entradas em dinheiro; e

vi. *Perspectivas futuras*: as intenções futuras da *holding* podem ser relevantes para ajudar a determinar se o grupo pretende manter o seu perfil de crédito atual a longo prazo.

Destaca-se que a agência Moody's (2015) possui uma metodologia de *rating* para companhias *holdings* e conglomerados, a qual será apresentada a seguir.

A análise da Moody's para as companhias *holdings* considera algumas características que as diferenciam de outros emissores corporativos. A grade de avaliação contempla fatores, como a estratégia de investimento, a qualidade dos ativos, a política financeira, a alavancagem estimada com base em valor de mercado e a cobertura de dívida e liquidez. Além disso, a análise considera as demonstrações financeiras não consolidadas da *holding*, bem como os respectivos valores dos ativos e fluxos de caixa.

Em sua metodologia, a Moody's apresenta uma grade que pontua os fatores acima listados, bem como os subfatores, com detalhes adicionais e as respectivas ponderações, como pode ser observado na Tabela 1, a seguir.

Tabela 1

Grade de Companhias *Holdings* de Investimento

Fatores de Rating	Fator de Ponderação	Subfatores	Ponderação de Subfatores
Estratégia de Investimento	10%	Estratégia de Investimento	10%
Qualidade dos Ativos	40%	Concentração dos Ativos	10%
		Diversidade Geográfica	10%
		Diversidade de Negócios	10%
		Transparência da Carteira de Investimentos	10%
Política Financeira	10%	Política Financeira	10%
Alavancagem Estimada com Base em Valor de Mercado (MVL)	20%	Alavancagem Estimada com Base em Valor de Mercado	20%
Cobertura de Dívida e Liquidez	20%	(Caixa Gerado nas Operações "FFO"+Despesa de Juros)/Despesa de Juros	10%
		Liquidez	10%
Total	**100%**	**Total**	**100%**

Fonte: Moody's – *Rating Methodology*– Companhias *Holdings* de Investimento e Conglomerados, 31/12/2015.

Para a determinação do *rating* geral indicado pela grade definida, a agência adota a seguinte escala abaixo:

Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
1	3	6	9	12	15	18

A pontuação numérica para cada subfator é multiplicada pelo peso do mesmo e os resultados são então somados para produzir uma pontuação composta ponderada pelo fator, a qual é então mapeada para um *rating* alfanumérico baseado nas escalas da Tabela 2, abaixo.

Tabela 2

***Rating* Indicado na Grade**	
***Rating* Indicado na Grade**	**Pontuação agregada de todos os fatores ponderados**
Aaa	x < 1,5
Aa1	1,5 ≤ x < 2,5
Aa2	2,5 ≤ x < 3,5
Aa3	3,5 ≤ x < 4,5
A1	4,5 ≤ x < 5,5
A2	5,5 ≤ x < 6,5
A3	6,5 ≤ x < 7,5
Baa1	7,5 ≤ x < 8,5
Baa2	8,5 ≤ x < 9,5
Baa3	9,5 ≤ x < 10,5
Ba1	10,5 ≤ x < 11,5
Ba2	11,5 ≤ x < 12,5
Ba3	12,5 ≤ x < 13,5
B1	13,5 ≤ x < 14,5
B2	14,5 ≤ x < 15,5
B3	15,5 ≤ x < 16,5
Caa1	16.5 ≤ x < 17.5
Caa2	17.5 ≤ x < 18.5
Caa3	18.5 ≤ x < 19.5

Fonte: Moody's – *Rating Methodology*– Companhias *Holdings* de Investimento e Conglomerados, 31/12/2015.

Ao considerar o fator estratégia de investimento, por exemplo, a agência pontua a estratégia mais conservadora e com histórico excelente de execução para o *rating*

Aaa e a mais agressiva e com histórico ruim como Caa3. Dentro do *range* de avaliação de cada subfator, encontram-se as escalas de *rating*, como visto acima.

Dentre os fatores elencados, tem-se os qualitativos e os quantitativos, como por exemplo, a alavancagem estimada com base no valor de mercado, a qual é avaliada através do índice Dívida Líquida sobre Valor de mercado estimado dos ativos na carteira. Quanto menor do índice, melhor o *rating*.

Outros aspectos interessantes abordados no trabalho da Moody's, como a complexidade do grupo econômico e o nível de influência sobre os dividendos da investida, merecem algum detalhamento.

Quanto maior a complexidade do grupo, mais difícil a separação entre a *holding*, o resto do grupo e os acionistas e, portanto, o risco de crédito da *holding* fica prejudicado. Destaca-se que são quatro indicadores que caracterizam a referida complexidade:

i. Participações acionárias em comum entre investidas (*cross-holdings*);
ii. Transações entre companhias investidas ou entre companhias investidas e suas controladoras;
iii. Transações de partes relacionadas entre acionistas de uma mesma *holding*; e
iv. Múltiplas entidades que fornecem recursos através de dívida, como, por exemplo, investidas na carteira da *holding* fornecem financiamentos entre elas.

No que se refere ao nível de influência da *holding* sobre as companhias operacionais, quanto maior esta influência, maior será a flexibilidade para disponibilizar liquidez para suas necessidades, através do aumento de dividendos ou empréstimo entre companhias.

Outro ponto de destaque refere-se às relações entre a controladora e suas subsidiárias e o suporte dentro do grupo. Situações em que a controladora fornece suporte financeiro para um negócio que faz parte do grupo, através de empréstimo entre empresas, aumento de capital, transferência de ativos, concessão de garantias financeiras ou perdão de dívidas, poderão ocorrer. Ressalta-se que estas medidas, se adotadas, podem significar um benefício em detrimento de outros negócios.

Ainda sobre metodologias de análise de grupos econômicos, é relevante citar os arranjos sólidos desenvolvidos pela agência reguladora britânica Ofgem para gerir de forma eficaz o risco e o impacto para os consumidores da deterioração da saúde financeira de uma concessionária. Dentre os arranjos estão a exigência da "Certificação Anual de Disponibilidade de Recursos", a coleta e monitoramento,

em base contínua, de dados financeiros e operacionais da empresa, condições de delimitação financeira, provisões para revisão tarifária extraordinária e solicitação de administração especial, se necessário. No caso da delimitação financeira, existe a possibilidade de bloqueio da movimentação do caixa da empresa, em determinadas circunstâncias, entre a concessionária e empresas do grupo, proibindo a *holding* de retirar dinheiro da empresa com atividade regulada, no intuito de responder às preocupações financeiras ao nível do grupo.

4 Abordagem sobre os Grupos Econômicos de Distribuição do SEB

4.1 Estrutura de Governança do SEB e a Formação de *Holdings*

O Setor Elétrico Brasileiro, até o processo de liberalização, em meados da década de 1990, possuía uma estrutura de governança hierarquizada, com a Eletrobrás, *holding* estatal, controlando empresas verticalizadas em geração e transmissão, além de coordenar o planejamento da expansão e da operação. A Eletrobrás era também gestora dos fundos setoriais e concentrava a maior parcela de geração elétrica do pais. Com a reforma de 1996, o sistema tornou-se misto, com uma parte ainda centralizada e outra disposta no mercado, através do início da desverticalização, das privatizações e da introdução de contratos de longo prazo entre os agentes.

A partir de 2004, ocorreu no SEB uma alteração na estrutura de governança, com novas instituições e empresas atuando no setor, com a atuação do Ministério de Minas e Energia (MME) como poder concedente e no planejamento do setor, assessorado pela Empresa de Pesquisas Energéticas (EPE). Como ambiente de contratação é apenas parcialmente liberalizado (aproximadamente hoje em 30%) e como ainda prevalece a centralização do despacho, o mercado tem um peso relativamente pequeno na governança setorial, com o MME exercendo uma coordenação importante.

Conforme Leite e Castro (2014), as mudanças implementadas neste período no ambiente institucional implicaram em uma perspectiva de aumento dos custos de transação devido à desverticalização e o consequente surgimento de inúmeras relações contratuais entre os diversos agentes envolvidos. As distribuidoras compram energia para seus consumidores através de leilões promovidos pela Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE), não podendo comprar diretamente de outra empresa do seu grupo econômico.

Quanto à atuação das distribuidoras de energia elétrica, o novo modelo contemplou: a obrigatoriedade de contratação de 100% de sua demanda prevista em ambiente regulado, a interrupção do processo de flexibilização dos requisitos que caracterizam os consumidores livres, a proibição aos distribuidores de atender a consumidores livres e a proibição às distribuidoras de desenvolver atividades em outros segmentos que não a distribuição, como geração, comercialização, transmissão ou qualquer outra atividade estranha à sua concessão/permissão.

O modelo brasileiro estabeleceu, então, a desverticalização das empresas, tanto privadas como públicas, em cada segmento. Mas a legislação não coibiu que os grupos econômicos pudessem se estruturarem em *holdings*, não impondo, assim, qualquer restrição de mercado a estas.

De acordo com Leite e Castro (2014), as evidências empíricas indicam que há uma tendência ao fortalecimento de empresas conglomeradas que atuam nos segmentos da cadeia produtiva do Setor Elétrico, visando minimizar incertezas e aproveitar sinergias dentro do mesmo grupo econômico. Além disso, vislumbrou-se um aumento da concentração de mercado nos segmentos de distribuição e geração. Esse aumento pode ser explicado pelo crescimento das empresas, mas também pelos movimentos de fusões e aquisições muito presentes no Brasil nos últimos anos.

A estruturação das firmas do Setor Elétrico Brasileiro em *holdings*, além de caracterizar uma estratégia de concentração, também pode ser uma estratégia de crescimento, pois por meio das comercializadoras, as *holdings* atraem consumidores cativos das distribuidoras, as quais atuam no Ambiente de Contratação Regulado (ACR),para as geradoras que pertencem ao mesmo grupo econômico e atuam no Ambiente de Contratação Livre(ACL), por meio de contratos de longo prazo. Desse modo, as *holdings* ganham *market share* no ACL.

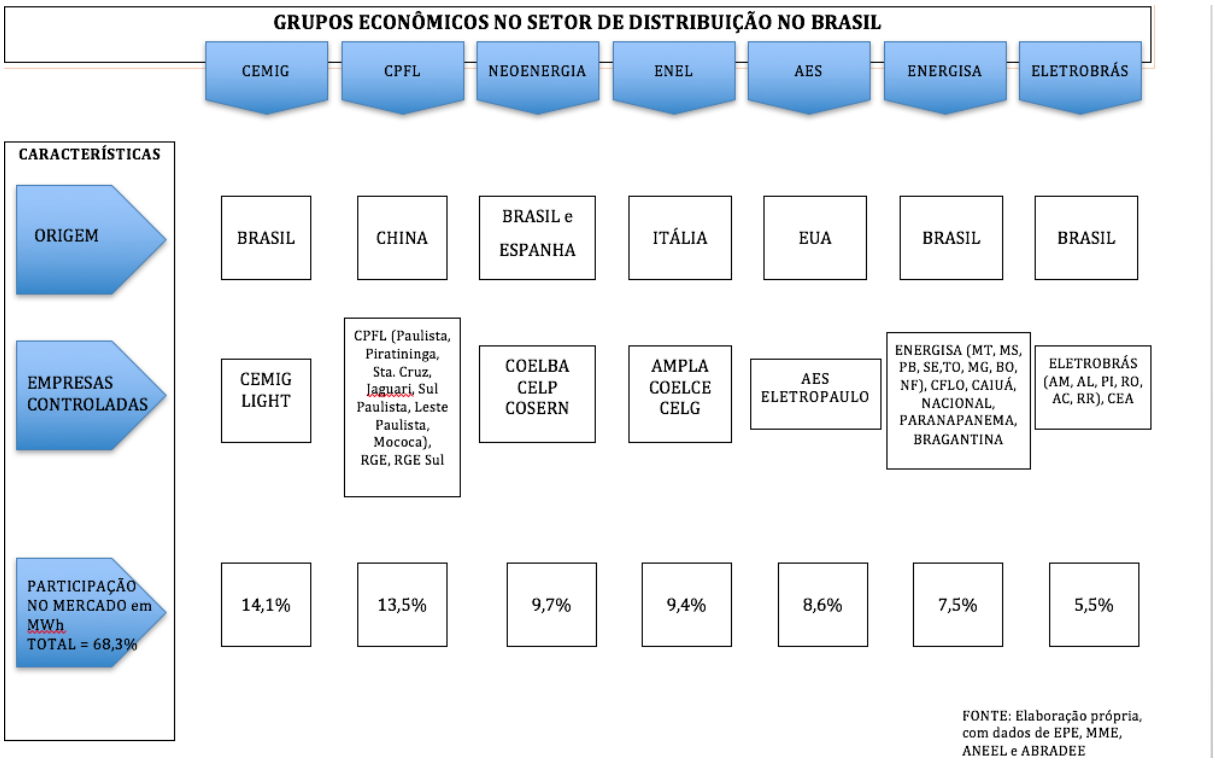
Atualmente, no Setor Elétrico Brasileiro, conforme informações da ANEEL, existem 63 distribuidoras, sendo 17 empresas públicas e 46 empresas de capital privado. Quanto ao tipo de organização, 18 agentes são sociedades anônimas de capital aberto, algumas 4 no Novo Mercado e 37 são de capital fechado. Quanto ao porte, tem-se 36 empresas de grande porte. Os dez principais grupos econômicos em distribuição de energia elétrica atendem a, aproximadamente, 86% do consumo de energia do país.

4.2 Concentração de Propriedade e Governança Corporativa

Há uma participação expressiva do capital privado no setor de distribuição do SEB, com tendência a ser ampliada, tendo em vista as novas privatizações previstas das empresas distribuidoras do Grupo Eletrobrás, como a que ocorreu no ano de 2016, com a venda da Celg para a Enel, italiana.

O Quadro 1, abaixo, fornece uma visualização dos principais grupos econômicos que atuam no segmento de distribuição, apresentando-os pela origem do capital, onde se percebe que o capital estrangeiro possui um papel preponderante no mercado. O capital estatal vem reduzindo sua participação desde as privatizações da década de 90 e com uma tendência ainda maior caso se concretize a política do Governo Federal de venda dos ativos.

Quadro 1



O controle pelos reguladores de atos de concentração de um setor ou segmento, bem como da sua política de defesa da concorrência, tem como objetivo limitar o abuso do poder de mercado, o que pode acontecer pela posição relevante de uma firma ou de uma estrutura de mercado concentrada.

Deve-se destacar que a estrutura de mercado com uma concentração de praticamente 70% (participação do mercado nacional em kWh) nas mãos de 7 grupos ou ainda de 96% em 12 grupos/empresas de distribuição no Brasil, não configura um ato efetivo de concentração, devido às características institucionais do

setor, portanto não altera as condições de concorrência nos mercados relevantes. No modelo do Setor Elétrico, as distribuidoras não competem entre si, pois são monopólios naturais regionais, uma vez que seus mercados estão restritos às áreas de atuação definidas na concessão. Dessa forma, não há sobreposição entre as dimensões geográficas dos mercados relevantes de cada distribuidora e, por consequência, um ato de concentração no setor de distribuição não tem a capacidade de produzir condições para aumento do poder de mercado. LCA/ABRADEE (2008)

Um outro ponto sobre a concentração refere-se à quando as empresas estão em um processo de fusão e aquisição, adquirindo outras distribuidoras e, portanto, essa operação societária tende a gerar ganhos de escala em alguns itens operacionais ou sinergias que se traduzirão em melhor lucratividade. Entretanto, na revisão tarifária, conforme o modelo regulatório, tenderão a ter um impacto positivo na tarifa, resultando em modicidade tarifária.

Com relação à questão de governança corporativa, as distribuidoras brasileiras participantes de grupos econômicos são na sua maioria de capital aberto, reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).Portanto, estas empresas possuem as obrigações relativas à auditoria, apresentação de demonstrações financeiras auditadas, Conselhos de Administração e Fiscal, canais de comunicação com os investidores, e, por conseguinte, deveriam apresentar boas práticas em sua governança. Como mencionado na introdução deste artigo, a ANEEL encontra-se atualmente em um processo de Audiência Pública, já tendo recolhido as contribuições dos agentes envolvidos, mas sem concluir a regulamentação sobre a avaliação da qualidade dos sistemas de governança corporativa dos agentes de distribuição de energia elétrica.

No Quadro 2, a seguir, apresenta-se um comparativo dos segmentos de listagem da BM&F Bovespa, com os requisitos necessários para a empresa ser listada naquele nível ou atingir o nível mais elevado de Novo Mercado. Consideram-se as empresas listadas no Novo Mercado de Governança Corporativa como aquelas com um padrão de governança diferenciado, com transparência e adoção de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, e, assim, os investidores tendem a investir nas empresas que apresentem o nível mais elevado (Novo Mercado).

Quadro 2 – Comparativo dos Segmentos de Listagem

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NIVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Característica das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (freefloat)	25% de freefloat até o 7° ano de listagem	25% de freefloat até o 7° ano de listagem	No mínimo 25% de freefloat	No mínimo 25% de freefloat	No mínimo 25% de freefloat	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra	Não há regra	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"'	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra	Não há regra	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Nao há regra	Não há regra
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiiários	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra
Concessão de Tag Alote	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou salda do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nivel2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte:<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>.

Cabe o destaque que a maioria dos grupos econômicos em distribuição, seja de capital privado ou estatal (nomeadamente as estaduais) possuem *holdings* e são de capital aberto, com ações listadas e negociadas na Bolsa de Valores. Na Tabela 3, abaixo, pode-se ter uma visão das empresas abertas e o nível destas nos segmentos especiais de listagem da BM&F Bovespa, sendo que CPFL e Cemig também possuem ações negociadas na Bolsa NYSE.

Tabela 3

NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
CPFL Energia	AES Tietê Energia	Eletrobrás	Ampla Energia e Serviços
EDP – Energias do Brasil	Celesc	Copel	Celpa
Equatorial Energia	Energisa	Cemig	Coelba
Light	Eletropaulo	CEEE-D	Celpe
			Coelce
			Cosern
			Escelsa

Fonte: Elaboração própria, dados da BM&FBovespa.

5 Visão do Grupo Rede: da Criação à Intervenção do Regulador

5.1 Histórico e Perfil Corporativo

A companhia Rede Energia S.A. era uma *holding*, com sede em São Paulo, controladora de participações societárias de empresas vinculadas às atividades de geração, distribuição e comercialização de energia elétrica, através de coligadas diretas e indiretas.

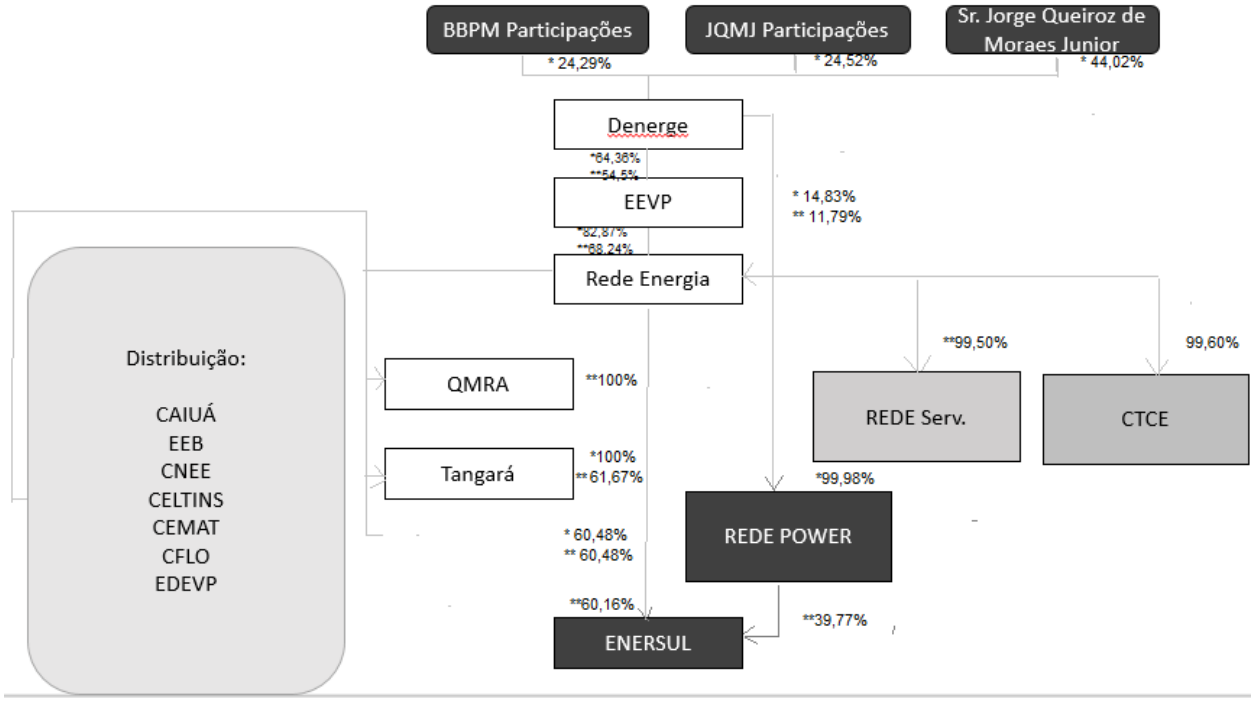
A Rede Energia é uma companhia aberta com registro na CVM, desde outubro de 1969, e com ações negociadas na BM&F Bovespa. O grupo teve início em 1903, com a fundação da empresa Elétrica Bragantina S.A. (EEB) na região sudeste, e, em 1980, expandiu-se ao associar-se com a Empresa de Eletricidade Vale Paranapanema S.A. (EEVP), o que levou à criação da *holding* Denerge Desenvolvimento Energético S.A. (Denerge), em 1981. Em seguida, incorporou a Companhia Nacional de Energia Elétrica (CNEE), em 1984, e a Caiuá Serviços de Eletricidade S.A., em 1985.

A partir de 1989, o grupo se expandiu para a região norte, adquirindo o controle da Companhia de Energia Elétrica do Estado do Tocantins (Celtins), e,em 1995, comprou a Companhia de Força e Luz do Oeste (CFLO), expandindo-se para o sul do país. Em 1997, adquiriu a Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. (Cemat) e, em 1998, a Centrais Elétricas do Pará S.A. (CELPA), na região norte.

Desde 2005, o grupo passou a atuar na área de comercialização de energia através da Cia. Técnica de Comercialização de Energia S.A. Em 2006, a Caiuá Serviços de Eletricidade S.A. alterou sua denominação para Rede Empresas de Energia Elétrica S.A. (Rede Energia)[3] e passou a atuar como *holding* controladora das empresas operacionais. Por outro lado, a Denerge Desenvolvimento Energético S.A. era a *holding* não operacional, que controlava todas as empresas da companhia, inclusive a EEVP e a própria Rede Energia. É importante ainda destacar a QMRA Participações S.A., a qual é uma empresa *holding* para participação nos negócios de empresas e empreendimentos de energia elétrica.

O organograma (Quadro 3) a seguir mostra as empresas que constavam no Grupo Rede, bem como as *holdings* operacional e não operacional.

Quadro 3 - Fluxograma do Grupo Rede antes da aquisição pela Energisa



Legenda: (*) Capital votante e (**) Capital total.

Fonte: Elaboração própria com base no relatório circunstanciado da Deloitte.

Na Tabela 4, a seguir, apresenta-se a evolução da participação acionária no capital votante e total do Grupo Rede sobre as distribuidoras de energia elétrica no período de 2007 a 2012.

---

3 Referência do parágrafo: <http://www.didaticativa.com/dados_historicos.php?id=351>. Acesso em 07/03/2017.

Tabela 4 – Evolução da Participação Acionária (capital em %)

Distribuidoras	2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	Total	Votante	Total	Votante	Total	Votante	Total	Votante	Total	Votante	Total	Votante
CEMAT	39,9	61,8	39,92	61,84	39,92	61,84	39,92	61,84	39,92	61,84	39,92	61,84
CELPA	43,4	45,9	61,37	65,18	61,37	65,18	51,26	54,98	65,18	61,37	R.J.	R.J.
CELTINS	50,9	70	50,86	70	50,86	70	50,86	70	50,86	70	50,86	70
EDVP	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
CAIUÁ	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
CNEE	98,7	100	98,69	99,99	98,69	99,99	98,69	99,99	98,69	99,99	98,69	99,99
EEB	95,1	96,4	91,45	96,42	91,45	96,42	91,45	96,42	91,45	96,42	91,45	96,42
CFLO	97,7	97,7	97,7	97,65	97,7	97,65	97,7	97,65	97,7	97,65	97,7	97,65
ENERSUL	-	-	99,92	99,92	99,92	99,92	99,92	99,92	99,93	99,93	99,93	99,93

Fonte: Relatórios de Administração.

No ano de 2007, o Grupo Rede controlava direta e indiretamente oito distribuidoras de energia elétrica, quatro geradoras, uma comercializadora, uma prestadora de serviços e três *holdings*. As oito distribuidoras atendiam 30% do território nacional e 505 municípios, com cerca de 3,3 milhões de unidades consumidoras.

Em 2008, por meio de uma troca de ações com a EDP Energias do Brasil, o grupo passou a ser titular do controle acionário da ENERSUL, distribuidora de energia elétrica do Mato Grosso do Sul. Dessa forma, passou a fornecer energia para 34% do território nacional e quatro milhões de consumidores, em sete estados brasileiros.

É importante destacar que, em 2008, o Grupo Rede aumentou a sua participação acionária na CELPA S.A., com relação a2007, tanto no capital votante como total. O restante das empresas manteve seu percentual acionário constante.

Até o ano de 2011, o grupo controlou, considerando apenas o Setor Elétrico, nove distribuidoras de energia, além de geradoras, comercializadora e uma prestadora de serviços. Neste período, atendia578 municípios e teve um acréscimo de, aproximadamente, 200 mil consumidores a cada ano, considerando que, em 2009, fornecia energia elétrica a 4,5 milhões de unidades consumidoras.

O quadro acionário e societário, que antecedeu o processo de recuperação judicial iniciado em 2012, apresentava o Grupo Rede com controle direto e indireto de 11 empresas operacionais, entre elas oito distribuidoras, destacando que a CELPA entrou com pedido de recuperação judicial em 2012.

Com o agravamento da crise econômico-financeira e o significativo endividamento financeiro no valor de R$ 5,2 bi das empresas Rede Energia, Companhia Técnica de Comercialização de Energia (CTCE), QMRA, EEVP e Denerge, foi inevitável que a

administração recorresse ao pedido de recuperação judicial. Mais especificamente, conforme relatório da Delloitte (2016), os motivos alegados pelas recuperandas, como causas do processo de deterioração das empresas do grupo, foram os elevados investimentos que aumentaram o endividamento das empresas, os altos custos da atuação das empresas em áreas pouco desenvolvidas, custos estes que não eram considerados de forma adequada pela revisão tarifária, custos elevados das exigências para renovação ou obtenção de financiamento se, por fim, a Medida Provisória nº 577/2012, convertida na Lei nº 12.767/2012, a qual permitiu a intervenção da ANEEL no grupo, reduzindo o poder para resolução de problemas pelos sócios e o acesso aos dividendos das subsidiárias.

Em 28 de fevereiro de 2012, a CELPA entrou com pedido de recuperação judicial, por motivos de significativo endividamento financeiro, nos termos da Lei nº 11.101/2005, com a finalidade de proteger os ativos da companhia, atender ao interesse dos credores e continuar suas atividades. O plano de recuperação apresentado visava superar a crise econômico-financeira da empresa, mantendo a produção, os empregos e o compromisso com credores.

O primeiro plano apresentado pela CELPA, em maio de 2012, estabelecia a forma de pagamento dos credores da companhia e o aporte de capital por um investidor, a Equatorial Energia S.A. Em setembro do mesmo ano, a empresa apresentou um novo plano de recuperação judicial, informando a forma de pagamento dos credores e a alienação das suas ações de emissão, em posse da Rede Energia, para um novo investidor. Ainda neste mês, a ANEEL, por meio do Despacho nº 2.913/2012, atendeu à solicitação da Equatorial Energia S.A. para aquisição do controle da CELPA, autorizando que os recursos da companhia para arcar com as compensações das violações do limite de qualidade e continuidade do serviço fossem destinados à realização de investimentos na empresa até a revisão tarifária seguinte, além de alterar a trajetória de perdas da mesma. Em 31 de agosto de 2012, a ANEEL decretou intervenção administrativa nas outras empresas do grupo.

Em novembro de 2012, a Rede Energia fez os pedidos de recuperação judicial da CTCE, da QMRA, da EEVP e da Denerge, por motivo de crise econômico-financeira nestas companhias.

5.2 Transferência de Controle para o Grupo Energisa

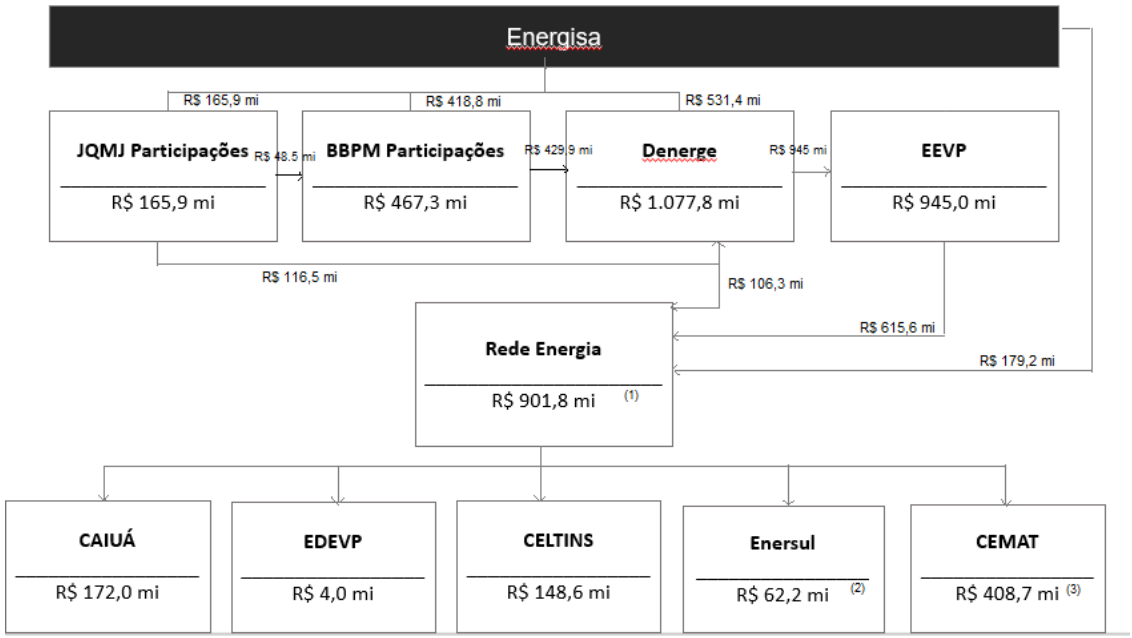
A transferência do controle acionário da Rede Energia para a Energisa foi firmada em 11 de julho de 2013, de acordo com o compromisso de investimento, com a compra e venda de ações e observando o cumprimento do plano de recuperação da empresa. Em outubro de 2013, a Rede Energia apresentou à ANEEL uma proposta

de recuperação vinculada com transferência do controle acionário para a Energisa S.A., o que foi aprovado pela Agência, em dezembro de 2013. Em janeiro de 2014, a ANEEL aprovou a transferência do controle societário para a Energisa S.A. e, em abril, decretou o fim da intervenção nas concessionárias.

Desta forma, em 11 de abril de 2014, o Grupo Energisa concluiu a aquisição das distribuidoras do Grupo Rede com a transferência do controle acionário indireto das seguintes distribuidoras Caiuá Distribuidora de Energia S.A., Companhia de Energia Elétrica do Estado de Tocantins, Companhia de Força e Luz do Oeste, Companhia Nacional de Energia Elétrica , Empresa de Distribuição de Energia do Vale Paranapanema , Empresa Elétrica Bragantina , Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. e Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S.A.

Conforme demonstra o Quadro 4, a Energisa aportou em torno de R$ 1,3 bi na transação, capitalizando as distribuidoras do Grupo Rede em aproximadamente R$ 795,5 mi e liquidando os mútuos entre as empresas distribuidoras e *holdings* do grupo, com valor de R$ 414,1 mi. As *holdings* e os controladores da Rede Energia, como JQMJ Participações, BBPM Participações e Denerge, foram capitalizadas diretamente pela Energisa em R$ 1,1 bi.

Quadro 4 - Total Capitalizado pela Energisa nas Empresas do Grupo Rede

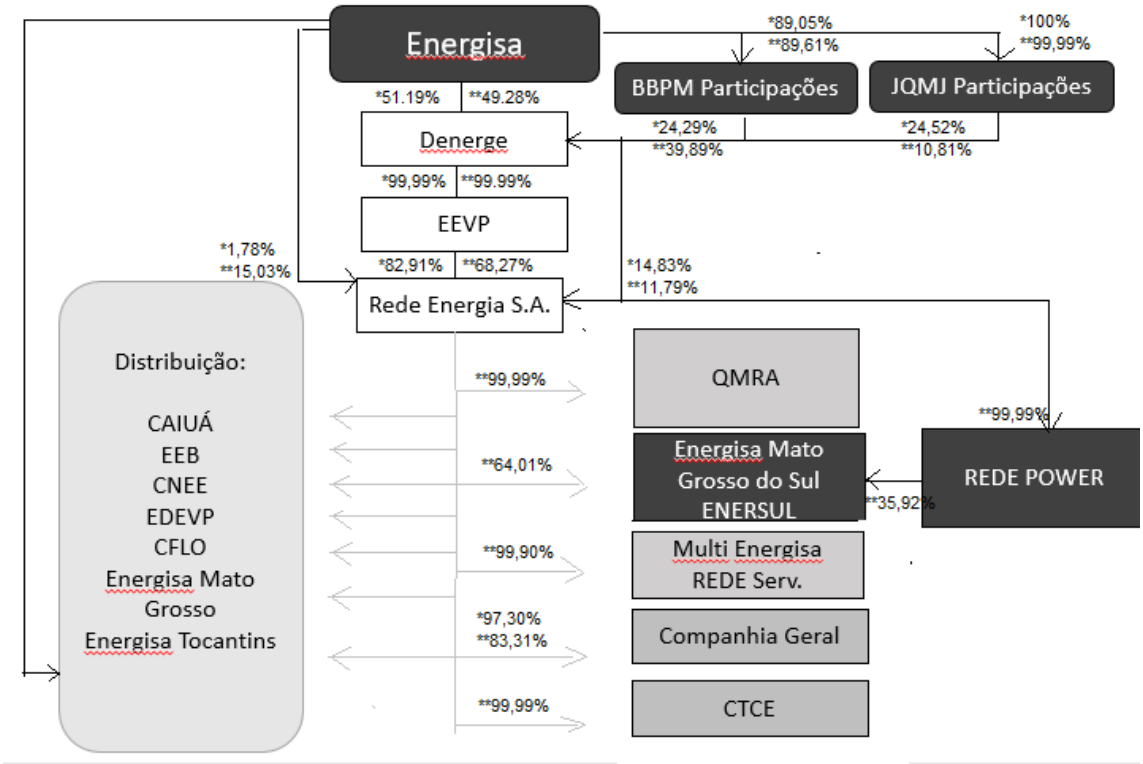


Fonte: Elaboração própria com base no relatório circunstanciado da Deloitte.[4]

4Legenda: (1) acionistas minoritários R$ 0,6 mi; (2) acionistas minoritários R$ 532 mi; e (3) acionistas minoritários R$ 5,5 mi.

No quadro 5, a seguir, pode-se visualizar a nova configuração societária que o Grupo Energisa adotou após a aquisição do controle do Grupo Rede.

Quadro 5 - Fluxograma do Grupo Rede após aquisição pela Energisa



Fonte: Elaboração própria com base no relatório circunstanciado da Deloitte.[5]

Em 16 de junho de 2015, conforme noticiou a revista Época Negócios, a ANEEL desbloqueou os bens dos executivos do agrupamento de empresas da Rede Energia, a saber, Jorge Queiroz de Moraes Júnior (principal acionista), Carmen Campos Pereira, José Carlos Santos e Ariel Vilchez. Como justificativa o diretor da ANEEL José Jurhosa, relator do processo, alegou que "*sob o aspecto regulatório, não há razão para manter a indisponibilidade dos bens*" e, ainda, que consultou. a Comissão de Valores Mobiliário, o Banco Central e a Advocacia Geral da União, os quais se manifestaram a favor do desbloqueio. Já o Ministério Público Federal (MPF) e o Ministério Público de Mato Grosso do Sul (MP-MS) manifestaram-se pela manutenção do bloqueio, porém o MPF não explicou a razão do pedido, enquanto o MP-MS não havia aberto investigação sobre o caso.[6]

5 (*) Capital votante e (**) Capital total.

6 Revista Época Negócios, em <www.epocanegocios.globo.com>. Acessado em 14.10.2016.

Em 2 de setembro de 2016, a Justiça decretou o fim da recuperação judicial das empresas do Grupo Rede e a Rede Energisa, atual controladora, comunicou ao mercado que foram cumpridas todas as obrigações previstas no plano de recuperação da empresa homologado anteriormente.

5.3 Diagnóstico de Situação Realizado pela PWC na Cemat: Posição de 31 de Agosto de 2012[7]

Alguns aspectos observados e destacados a seguir do relatório da PWC vêm corroborar os pontos levantados na legislação pertinente a grupo econômico, através das práticas de gestão, das relações entre controlador e controladas, do abuso de poder econômico, e demonstram como essas práticas impactam o desempenho econômico e financeiro das controladas, dentre outros.

Destaca-se que os fatos mencionados pela Consultora, em agosto de 2012, já apresentavam as empresas do Grupo Rede em situação econômico e financeira deteriorada e com dificuldades operacionais e financeiras, conforme diagnóstico do regulador que fundamentou a intervenção.

5.3.1 Pagamentos Realizados pela Empresa a Funcionários e Diretoria

Registre-se a existência de duas folhas de pagamento no departamento de Recursos Humanos da companhia, a dos empregados e a da diretoria e superintendentes, sendo esta atribuída a denominação de "folha confidencial" e esta prática era adotada em todas as empresas do Grupo Rede. Os pagamentos de participações no lucro eram aprovados pelo controlador e presidente do Conselho de Administração, o Sr. Jorge de Moraes Queiroz Junior e pela Sra. Carmen Campos Pereira, diretora-presidente e de relações com o mercado. Conforme a PWC:

Salientamos, todavia, que não há formalização ou qualquer outro documento interno da administração da Companhia, dentro de um sistema de gestão corporativo requerido para uma empresa de capital aberto, que aprovasse esses contratos ("Termos de Compromisso"), bem como os valores acertados.

---

7 Conforme o relatório da PWC (Diligência Contábil em 31/08/2012 – CEMAT – Centrais Elétricas Matogrossensesas), realizado para o interventor da ANEEL e os administradores indicados pelo regulador, com o objetivo de fornecer informações sobre a qualidade, avaliação, mensuração de dados e registros contábeis de algumas contas do balanço, informações financeiras e procedimentos adotados pela companhia, quanto as questões fiscais, tributárias e trabalhistas. A data base foi de 31 de agosto de 2012.

Na análise dos Termos de Compromisso mencionados, destaca-se que, em um deles, havia a constatação de que os pagamentos foram realizados por mera liberalidade às pessoas indicadas, conforme relatório da PWC:

As Empresas, por si e/ou por suas coligadas, afiliadas, controladoras ou controladas, diretas ou indiretas, em conjunto ou isoladamente, por mera liberalidade, pagarão ao Sr. Clésio José Ramalho, uma gratificação extraordinária no valor total de R$ 2.500.000,00 (dois milhões e quinhentos mil reais), corrigida anualmente pela variação do INPC/IBGE, se positiva ou índice que venha a substituí-lo, que inclui todos os tributos, contribuições e encargos, devidos a Federação, Estados e/ou Municípios, cujo pagamento será feito da seguinte forma: (...)" (Destacamos)

Resumindo os aspectos relativos aos pagamentos a funcionários e administradores, cabe registrar que o sistema de aprovações dessas atividades estava incompatível com o estatuto e a legislação. O Sr. Jorge Queiroz aprovava os referidos atos, na função de presidente do Conselho de Administração, órgão colegiado e não um órgão de gestão. E ainda, pelo fato de o Sr. Jorge Queiroz ser acionista majoritário da Cemat, aplicam-se os dispostos no art.117 da Lei nº6.404/1976, que trata das modalidades de exercício abusivo de poder, conforme citado na pag. 14 do relatório:

A interferência direta nos atos de gestão próprios do administrador executivo (diretor), mesmo sendo também presidente do Conselho de Administração (órgão de natureza colegiada), nas circunstâncias em que tais fatos foram praticados, poder-se-ia inferir ter ocorrido abuso de poder de controle.

Outro ponto do estudo refere-se aos efetivos serviços prestados pelos funcionários e diretores que receberam os referidos pagamentos, considerando quecaso os serviços não sejam comprovados e não sendo uma despesa legítima, haverá a redução do lucro da companhia, além de poder caracterizar um desequilíbrio econômico financeiro, impactando a concessão de um serviço público, dentre outras consequências.

5.3.2 Contratação de Fornecedores

Como registrado pela PWC, as boas práticas de governança corporativa requerem que as empresas possuam normas internas para salvaguardar seus ativos, manter a integridade dos registros contábeis e financeiros, proporcionar a adequada aprovação das transações, possibilitando transparência para a fiscalização posterior e controle dos interessados como os acionistas, credores, regulador, dentre outros. Nesse contexto se insere a necessidade de controles e políticas relativas ao processo

de compra pela empresa, como a cotação de preços com mais de um fornecedor, controle de alçadas para aprovação das compras e a contratação. Conforme o relatório da PWC, transcreve-se:

No caso ainda de uma empresa que opera uma concessão de serviço público de distribuição de energia elétrica, a eficiência e a eficácia das políticas e dos controles internos sobre as compras se revelam extremamente importantes, pois a sua falta/falha pode, eventualmente, dependendo do valor, provocar desequilíbrio econômico e financeiro na concessão e, ainda, resultar em fraudes financeiras, realizadas pela administração e pelos empregados, com ou sem ajuda de terceiros, pela compra de produtos e serviços por valores não aderentes ao mercado.

Outro fato citado refere-se à compra de serviços de tecnologia da informação que a Cemat e outras empresas do Grupo fizeram com a Elucid Solutions e a Elucid Partners (RBGRQM Participações). No processo de avaliação dos fornecedores e seus desdobramentos, foi verificado que as empresas listadas passaram por um processo "*negociado diretamente pela D. Regina e o Sr. Jorge Queiroz, sendo apenas formalizado pela área de suprimentos*", comentário inserido em documentação interna da empresa. Destaque-se que as empresas acima tinham como acionista controlador a Sra. Regina Beatriz Gordinho Rusca Queiroz Moraes, que vem a ser cônjuge do Sr. Jorge Queiroz. Este, por sua vez, era acionista controlador, de forma indireta, da sociedade *holding* Rede Energia, a qual possuía aproximadamente 62% da Cemat, e presidente do Conselho de Administração da empresa. Os valores apresentados no relatório da PWC referentes aos custos e despesas pagos para Elucid Solutions e Elucid Partners, no período de 2002 a 2012, somaram R$ 183,5 mi e R$ 2,3 mi, respectivamente. Destaca-se uma citação da carta de um diretor comercial da Rede Energia sobre a contratação dos sistemas de informática da Elucid:

As decisões sobre que empresa contratar para o fornecimento de sistemas de tecnologia da informação, bem como a definição dos preços envolvidos na prestação destes serviços eram tomadas pela área corporativa da Rede Energia, pois na maioria dos casos tais contratos abrangiam o fornecimento destes sistemas e serviços para todas as empresas da Rede Energia;

E finaliza-se este fato com a seguinte ressalva:

Caso essas contratações de Elucid Solutions S.A. e da RBGRQM Participações S.A. (antiga Elucid Partners S.A.) não tenham sido efetuadas em condições comutativas, ou seja, em bases razoáveis ou equitativas, idênticas às prevalentes no mercado, ou que a Companhia contrataria com terceiros, tendo em vista a CEMAT tratar-se de Companhia que opera uma concessão de serviço público de distribuição de energia elétrica, à vista dos montantes contratados, tais operações poderiam,

eventualmente, ter contribuído para o desequilíbrio econômico e financeiro da concessão de serviços públicos da qual a Companhia é signatária.

5.3.3 Forma de Gestão dos Negócios Versus *Convenção de Grupo de Sociedades*

Revisitando a Lei nº6.404/1976, seu art.265 estabelece que:

> *"A sociedade controladora e suas controladas podem constituir, nos termos deste capítulo, grupo de sociedades, mediante convenção, da qual se obriguem a combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos, ou participar de atividades ou empreendimentos comuns."*

Como indica o relatório da PWC, o Grupo Rede não tinha uma convenção formalizada para atuar como um grupo de sociedade, como o fazia pelos fatos enunciados.

Conforme o art.268 da referida lei, a convenção do grupo de sociedades deve ser aprovada pela ANEEL e submetida à Assembleia Geral para aprovação, cabendo aos acionistas minoritários, através da dissidência frente à aprovação do grupo de sociedades, o direito de reembolso de suas ações. Portanto, os minoritários neste tipo de convenção não possuem participação acionária e a empresa, por conseguinte, não possui seu capital aberto no mercado de capitais. De acordo com a avaliação da PWC sobre a legislação societária, ressalta-se que:

> No grupo de sociedades de fato, o princípio básico é o de que o acionista controlador deve exercer o seu poder de maneira legítima e equitativa, não oprimindo nem prejudicando os interesses da sociedade controlada. Não pode, o acionista controlador, utilizar o seu poder em detrimento de alguma companhia controlada; cada sociedade deve atuar buscando a consecução de seu próprio interesse e objeto social.
>
> Assim, as relações entre sociedades de mesmo grupo de fato devem, obrigatoriamente, ser estabelecidas em bases equitativas, como seriam as relações entre companhias distintas, em favorecimento entre acionista controlador e sua controlada.
>
> Na prática, a razão de ser do grupo são os benefícios que podem resultar da ação conjunta das companhias que o integram, devendo, portanto, ser reconhecida a existência de um interesse do grupo, como unidade econômica, além do interesse de cada uma das sociedades. A Lei das S.A. não proíbe o apoio mútuo, a colaboração e a cooperação entre as sociedades integrantes do grupo de fato, posto que pode ser fonte de benefícios econômicos para as sociedades interessadas.
>
> No entanto, o limite a essa cooperação, necessário para proteger os credores e os acionistas minoritários, é a proibição de subordinação de interesses e de confusão ou transferência de resultados entre as sociedades."[6] (Destacamos)

E conclui-se com a seguinte citação:

Contudo, conforme anteriormente mencionado, considerando a não apresentação de outras cotações de preços para os serviços prestados pela Elucid Solutions S.A., para os contratos por nós avaliados, não nos é possível afirmar a existência de reais benefícios financeiros e econômicos para a CEMAT.

5.3.4 Sistema de Aprovação de Transações Vis-à-vis Abuso de Poder do Controlador

Retomando o caso da contratação da Elucid para prestar serviços de tecnologia da informação para todas as empresas do Grupo Rede, destaca-se que os documentos da prestadora de serviço registram que o acionista controlador e a diretora-presidente negociaram e contrataram a referida empresa sem ter o envolvimento do diretor administrativo e financeiro, o qual tem formalmente a competência sobre as compras da companhia.

No relatório da PWC, é destacado a questão do abuso de poder do controlador com possíveis impactos nos *stakeholders* das companhias do grupo, como observa-se:

Não obstante a prática pelo acionista controlador de atos de interferência na gestão, o que por si só já poderia ser caracterizado como exercício abusivo do poder de controle, caso seja constatado que as operações realizadas com a Elucid Solutions S.A. não foram contratadas em condições comutativas e ou a favoreceram, em prejuízo aos acionistas minoritários da CEMAT, essa conduta também seria enquadrada como exercício abusivo do poder de controle. A ausência de uma adequada documentação não condiz com o regime de prestações de conta em uma S.A. de capital aberto em ambiente regulatório, conforme se observa no texto da Lei a seguir transcrito:

A finalidade do poder estabelecida em Lei para o acionista controlador é o seu próprio limite de atuação e representa o balanceamento necessário a tornar mais equitativa a sua relação com os demais acionistas da Companhia, os que nela trabalham e para a comunidade em que atua. Assim, o poder de controle deve ser exercido no estrito interesse da Companhia e de acordo com o regime de governança eleito pela lei para a administração e representação da sociedade, para ser considerado legítimo.

5.3.5 Operações com Partes Relacionadas Não Apresentadas nas Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras

As transações entre a empresa e seus administradores, gestores e acionistas são caracterizadas como operações entre partes relacionadas, as quais podem ser de diversas naturezas e complexidades, além de configurarem um desafio para as práticas de governança corporativa.

O próprio Comitê de Pronunciamentos Contábeis, através do seu Pronunciamento Técnico 05, reconhece que as transações entre partes relacionadas podem impactar as demonstrações financeiras da companhia, na medida em que tais transações poderiam ocorrer de forma diferente ou mesmo não se concretizar, se as partes não fossem relacionadas. Ainda, define parte relacionada como uma pessoa ou membro próximo da família, relacionado à empresa que reporta a informação, se possuir o controle pleno ou compartilhado, possuir influência significativa sobre a companhia ou for membro do pessoal chave da administração da entidade ou da controladora da mesma. Também são partes relacionadas os membros da família que podem exercer influência ou serem influenciados por pessoa na entidade e incluem:1) os filhos da pessoa ou o cônjuge; 2) os filhos do cônjuge da pessoa; 3) dependentes da pessoa ou do cônjuge.

Conforme já exposto, como a controladora da Elucid era cônjuge do principal acionista do Grupo Rede, caracterizou-se uma transação entre partes relacionadas, a qual não constou nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Cemat, como bem pontua a PWC:

As operações efetuadas pela CEMAT com a Elucid Solutions S.A. e RBGRQM Participações SA. (antiga Elucid Partners S.A.), em relação à divulgação, não estão aderentes às normas contábeis relativas à divulgação de transações com partes relacionadas, bem como às regras relativas aos controles internos da Companhia e de Governança Corporativa.

5.3.6 Resgate de Aplicações Financeiras da Cemat pelo Banco Daycoval

No relatório da PWC, foi identificado que o Banco Daycoval realizou empréstimos e financiamentos através de CCB à Celpa e à Rede Energia. Segundo foi apurado, as garantias à operação foram aval e notas promissórias, emitidas pelo Sr. Jorge Queiroz de Moraes Jr. e pela Rede Energia, além de alienações fiduciárias de recebíveis de contratos de comercialização de energia de titularidade da Empresa Rede Comercializadora de Energia S.A. Destaca-se que aCemat possuía aplicações financeiras com o Banco Daycoval neste mesmo período.

Em 24 de fevereiro de 2012, o Banco Daycoval considerou as CCBs emitidas pela Rede Energia vencidas, tendo em vista a execução extrajudicial movida pela Companhia Energética Novo Horizonte contra essa companhia e contra a Rede Comercializadora de Energia S.A.

Através de cartas emitidas pela Cemat, designadas pelo banco como garantias informais, o Daycoval resgatou a aplicação financeira da empresa no valor aproximado de R$ 103 mi, tendo transferido para a conta da Rede Energia para

pagar parte da dívida vencida desta. Importa destacar que não havia qualquer formalização contratual entre a Cemat e o banco nesta operação de CCBs. Conforme apurou a PWC, as cartas foram datadas do dia 28 de fevereiro de 2012, posterior ao resgate, e assinadas por pessoas que não tinham o poder para tal.Além disso, o Conselho Fiscal da Cemat não apreciou a matéria e não existia nenhuma manifestação formalizada.

5.3.7 Contratos de Mútuo

Do levantamento realizado pela PWC nos trabalhos de avaliação da situação financeira, fazem parte os contratos de mútuo entre as empresas do Grupo Rede, firmados desde 2006. Estes contratos foram aprovados pelo regulador, sendo o objeto do Contrato Multilateral o empréstimo de recursos financeiros de forma sucessiva e continuada, realizado mediante "solicitação de mútuo". Por meio dessa solicitação, as empresas assumiam a posição de mutuária ou mutante e as signatárias eram as distribuidoras do Grupo Rede, incluída, posteriormente a ENERSUL, com a DENERGE como garantidora.

Destaca-se que, a partir do Segundo Aditivo Contrato Multilateral, o custo dos mútuos ou da remuneração dos contratos passou a ser de 90% do CDI, com juros de 2% ao ano. A ANEEL autorizou a assinatura de 4 aditivos ao contrato original, porém o Quinto Aditivo não foi apreciado pela Agência e tratava de uma prorrogação de 24 meses do contrato.

Segundo a PWC, em 31 de agosto de 2012, a Cemat possuía direitos de crédito contra as demais empresas do Grupo Rede no valor total aproximado de R$ 141,4mi. Desse valor, cabe destaque que R$ 1.124 mil correspondia a um empréstimo ao acionista controlador, Rede Energia, desvirtuando o objeto do Contrato Multilateral e as normas da ANEEL, pois não se trata de empresa concessionária de energia elétrica.

Por outro lado, a Cemat possuía, na mesma data, uma posição devedora com bancos comerciais na modalidade de capital de giro, no montante de R$ 275,1 mi, cuja remuneração era de 100% do CDI acrescidos de juros no mínimo de 3,10%. Conclui a PWC em seu relatório:

Assim, verifica-se que os recursos financeiros tomados com as instituições financeiras, a titulo de capital de giro, foram repassados a empresas do grupamento com remuneração inferior àquelas que foram pactuadas com os bancos.

Adicionalmente, identificamos transações nos últimos dias de cada mês que faziam com que o saldo dos mútuos entre as empresas fossem regularizados e no início do mês subsequente ocorriam novas transações e os limites eram novamente excedidos,

esses lançamentos podem ter dificultado o trabalho de supervisão do atendimento dos limites por parte da ANF.11, agência responsável pelo acompanhamento periódico das operações de mútuo entre as empresas do setor elétrico.

5.3.8 Penalidades Aplicadas pela ANEEL

Registre-se que, em 31 de agosto de 2012, a Cemat não possuía, em seus registros contábeis, os valores relativos aos processos judiciais e administrativos decorrentes de multas aplicadas pela ANEEL, não obstante haver um controle auxiliar indicando estes valores, período, etc. Destaca-se que a empresa tinha a obrigação de registrar as multas, dando as informações dos valores que poderiam ser perdidos ou que estavam em discussão. Nota-se que o valor atualizado com mora totalizava, naquela data, R$ 42,2 mi. Assim, a PWC conclui:

Além disso, o não registro desses valores pode ainda distorcer análises financeiras, como índices de endividamento geral, composição do endividamento, entre outros índices, que são inclusive monitorados pela ANEEL.

5.3.9 Dividendos e Juros sobre Capital Próprio

Na avaliação realizada pela PWC das demonstrações financeiras da Cemat, nos anos de 2010 a 2012, os lucros apurados e os valores propostos de pagamento de dividendos e JCP, apresentam não conformidades e, portanto, os valores apurados de lucros e dividendos deveriam ter sido bem distintos do registrado pela companhia.

Considerando os ajustes realizados pela PWC no que diz respeito à insuficiência da provisão para créditos de liquidação duvidosa(PCLD), da provisão para contingências, para as infrações da ANEEL, dentre outras, os resultados passam a um prejuízo, nos anos de 2010 e 2012, e, em 2011, o lucro ficaria reduzido em mais da metade. Entretanto, foram realizados, em 2010 e 2011, os pagamentos a conta de dividendos e JCP, no total de R$ 9,3 mi.

5.3.10 Intervenção da ANEEL na Cemat

Segundo o relatório da PWC, vários fatores podem ser enunciados para a intervenção do regulador na Cemat, destacando-se a abstenção de opinião dos auditores independentes da companhia, constante das demonstrações financeiras dos últimos anos, a recuperação judicial da Celpa, empresa participante do Grupo Rede, a existência de diversos autos de infração lavrados pela ANEEL contra a distribuidora, por vários motivos, e a aparente prática de atos de gestão em desacordo com as boas práticas de governança corporativa. Assim, resume-se:

Em face do exposto no parágrafo precedente, pode-se inferir que tais fatores serviram como indícios de gestão inadequada das concessionárias, fazendo com que a ANEEL determinasse a intervenção da CEMAT, bem como das outras 7 (sete) concessionárias pertencentes ao mesmo acionista controlador, no caso a Rede Energia S.A.

O referido relatório conclui com uma referência às demais empresas do Grupo Rede:

Em análise conjunta ao diagnóstico realizado nas outras distribuidoras, verificamos que os atos praticados pela administração dessas concessionárias, o que inclui a CEMAT, sugeriram em síntese: (i) conduta de gestão de um grupo de sociedades (de fato) sem que houvesse a existência de convenção própria nesse aspecto, conforme determina a disposição do artigo 265 da Lei nº6.404/76 e de aprovação prévia conferida pela ANEEL.; (ii) intervenção do controlador nas atividades sociais das Companhias, em situações e circunstâncias que podem aparentar indícios de abuso de poder de controle; (iii) falta de aderência a determinações regulatórias, presentes no contrato de concessão em que a CEMAT é signatária, bem como a outros normativos exarados pela ANEEL; (iv) possível não atendimento ao princípio da identidade de concessão, dentre outros.

6 Avaliação Qualitativa Aplicada a Grupos Econômicos Selecionados: o Caso Rede Energia S.A.

Através dos fatores para avaliação de risco para *holdings* e conglomerados, elencados na metodologia da Moody's (2015) ,aferem-se algumas evidências no estudo de caso do Grupo Rede e, quando o caso, citam-se outros exemplos do setor.

6.1 Estratégia de Investimento

Pelo histórico do Grupo Rede, observa-se que uma empresa familiar criada no início do século XX para atender à iluminação pública em Bragança Paulista, sudeste do país, torna-se um dos maiores grupos econômicos de energia elétrica do Brasil, principalmente no segmento de distribuição. Em 1981, foi criada a Denerge, para controlar duas empresas de distribuição existentes, e, a partir desta década, os investimentos em ativos foram realizados através de aquisições de empresas. Em 1985, com a aquisição da Caiuá Serviços de Eletricidade, que, com a desverticalização em 2005, se tornou outra *holding*, com a finalidade de possuir participação acionária em empreendimentos de energia elétrica.

Em 2008, esta empresa mudou sua denominação para Rede Energia S.A. A partir de 1989, a estratégia de expansão passou a focar na região norte do país, com a aquisição da primeira concessionária privatizada, a Celtins. Em seguida, o Grupo Rede seguiu expandindo sua atuação a outras regiões, com, por exemplo, a aquisição da CFLO, no sul do Brasil, o que trouxe ao grupo novos desafios, novas fronteiras, sistemas elétricos deficientes e carentes de investimento.

Entre 1996 e 1997, as empresas Central & South West, do Texas (EUA), e Inepar S.A. passam a integrar o Grupo Rede. Assim, o grupo ampliou a capacidade de investimento e adquiriu a Cemat e a Celpa, distribuidoras do norte do país, também através de privatização. O grupo também investiu em geração de energia elétrica e em comercialização. Em 2008, realizou uma permuta de ativos com a EDP- Energias do Brasil, adquirindo a Enersul, distribuidora do Mato Grosso do Sul. Em 2010, teve um aporte de capital do FI-FGTS de R$ 600 mi na EEVP, acionista controlador da Rede Energia S.A.

A resumida história mostra que o Grupo Rede foi formado com aquisições de empresas, parcerias societárias e alta alavancagem. Um ponto de destaque na estratégia adotada é a diversidade de concessões em regiões distintas, através de ex-empresas públicas, com necessidade de investimentos significativos e alavancagem elevada para fazer face a essa estratégia.

6.2 Qualidade dos Ativos, Compreendendo a Concentração, a Diversidade Geográfica e de Negócios São os Fatores Que Se Aplicam ao Estudo de Caso em Análise.

Dado o histórico do Grupo Rede em realizar aquisições de ativos privatizados, levanta-se a questão quanto à experiência da administração na recuperação e reorganização de empresas em dificuldades, devido à provável má qualidade dos ativos, ao estado das redes e demais equipamentos, à necessidade de investimentos (redução de perdas, eficiência técnica e operacional), à gestão, dentre outros.

Quanto à diversidade geográfica, o Grupo Rede estava presente na maioria das regiões do país (7 estados), detinha a maior área geográfica de concessões, aproximadamente 35% do território nacional e com quase 5 milhões de consumidores. Apesar da concentração no negócio de distribuição de energia elétrica, possuía ativos de geração, através da UH Guaporé, e ainda 54 pequenas centrais termelétricas, uma comercializadora, a Redecom, e uma subsidiária de projetos de engenharia de serviços de construção, a Redeserv, além das *holdings*, operacional e de investimento.

6.3 Política Financeira

A política financeira pode ser caracterizada como as políticas estratégicas que direcionam as políticas de dividendos, as aprovações de investimentos, as condições de crédito, a emissão de dívidas, a gestão de caixa, os dispêndios de capital e as políticas contábeis. Almeida (2013)

Com relação às transações com partes relacionadas, ao contrário do que pregam as boas práticas de governança corporativa para as políticas financeiras de um grupo econômico, o Grupo Rede efetuou um contrato de certa relevância, para todas as empresas do grupo, com um único fornecedor. Ocorre que este fornecedor de serviços de informática era de propriedade da esposa do acionista controlador. Tal fato, também, não foi percebido pelo auditor independente do Rede Energia S.A, conforme mencionado nas Seções5.3.2 e 5.3.5 deste artigo.

Os contratos de mútuo entre empresas de um mesmo grupo não constituem uma quebra de boas práticas de governança, desde que as regras de equilíbrio financeiro entre mutuário e mutuante sejam observadas. No caso do Grupo Rede tal isto não foi observado, pois a Cemat captava recursos junto à rede bancária e repassava a outras empresas do grupo em condições de taxas inferiores às das captações.

Além disso, contratos eram firmados e liquidados dentro de um mesmo mês, com a liquidação ocorrendo um pouco antes do fim do mês e uma renovação ocorrendo imediatamente no início do mês subsequente. Tal prática era, nitidamente, efetuada para dificultar a identificação por parte do regulador. Adicionalmente, o controlador do Grupo Rede também foi mutuário de um empréstimo, ao contrário de qualquer boa prática de governança. Tais fatos foram comentados na Seção 5.3.7.

As boas práticas de contabilidade e de governança preveem que provisões e despesas sejam sempre consideradas, se possível, pelo seu valor máximo de realização estimada, ao contrário de receitas, que devem ser consideradas pelo seu valor mínimo de realização estimada. Tal política evita que as distribuições de lucros sejam efetuadas baseando-se em lucros superavaliados. Essa prática não foi adotada pelo Grupo Rede, pois, conforme mencionado em 5.3.9, uma vez que diversas provisões não foram efetuadas na Cemat e esta continuou pagando dividendos e juros sobre capital próprio a sua *holding* controladora. É importante ressaltar que um elevado *pay-out*, em uma empresa distribuidora de energia atuando em região de grande crescimento, pode ocasionar a falta de recursos para reinvestimentos para a manutenção da qualidade dos serviços e para elevar o endividamento da companhia com a finalidade de fazer face às despesas de manutenção de rede e de boa prestação dos serviços.

No que diz respeito às operações financeiras, as boas práticas de controle contábil interno e de governança corporativa determinam que todas as despesas e receitas de uma empresa devem ser suportadas por documentação hábil e condizente com as atividades da mesma. Além disso, toda e qualquer despesa ou contratação deva ser autorizada por pessoa habilitada para tal e, dependendo de sua monta, autorizada pela Diretoria ou Conselho de Administração e Conselho Fiscal. Entretanto, tal não ocorreu no Grupo Rede, conforme mencionado na Seção5.3.6.

Como apresentado, o Banco Daycoval financiou a Celpa e a Rede Energia, através de CCBs. Por outro lado, a Cemat, empresa coligada à Celpa, possuía aplicação financeira no Banco Daycoval. Por ocasião do pedido de liquidação extrajudicial emitido por uma empresa contra a Rede Energia, o Banco Daycoval considerou as CCBs como vencidas e, contra uma carta de autorização da Cemat, efetuou a liquidação das CCBs contra o saldo de aplicações financeiras que a Cemat possuía no banco. Tal prática se revestiu de características heterodoxas, já que a Cemat não era devedora das CCBs, a carta de autorização de saque não foi firmada por pessoa autorizada e o Conselho Fiscal da Cemat não autorizou tal procedimento.

Com relação às garantias financeiras, as boas práticas de controle contábil interno e de governança contemplam garantias reais sejam prestadas nos casos de empréstimos e financiamentos. A boa prática, no caso de grupos econômicos, é que *holding* inicie ou expanda negócios dentro do grupo, através da captação de financiamentos pela subsidiária a expandir-se, podendo a *holding* ser garantidora destes financiamentos. Destaca-se que esta é a maneira pela qual grupos econômicos são formados e se expandem.

Desta forma, estabelece-se uma solidariedade entre a *holding* e a controlada, uma vez que uma *holding* forte auxilia suas subsidiárias nas condições financeiras para captação de um financiamento, o que se reflete em baixas taxas de juros, melhores prazos, carências de amortização, etc. No caso do Grupo Rede, verificou-se o contrário, uma vez que se realizou uma operação em que uma *holding* tida pelo mercado como fraca e endividada teve, em última análise, o acionista controlador do grupo como garantidor das operações de financiamento, mediante a emissão de notas promissórias em seu nome, o que significou que este era o garantidor final das operações financeiras com seu patrimônio pessoal.

6.4 Complexidade do Grupo

Ao se analisar o risco de um grupo econômico (de direito ou de fato), deve-se considerar nível de complexidade societária existente e a forma como as empresas participantes (*holdings*, sub *holdings* e controladas) se relacionam nos diversos

aspectos de transações financeiras. A seguir, serão analisados alguns destes aspectos mais importantes, os quais devem, necessariamente, ser mencionados nas Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras da *Holding*. Tais fatos (e outros) devem ser objeto de atenção para auditores independentes e reguladores.

A análise da árvore societária de um grupo econômico é o ponto de partida para a análise de complexidade organizacional do mesmo. Aspectos importantes são o número de empresas, a existência de *holdings* intermediárias (sub *holdings*), a existência de participações cruzadas, a existência de diversas empresas do grupo listadas em bolsa, dentre outras. A partir desta análise e da percepção da razão de existência de empresas não operativas na árvore societária, será determinado o tamanho da complexidade do grupo econômico. No Setor Elétrico Brasileiro temos exemplos de grupos econômicos de baixa/média complexidade, como era o caso do Grupo Rede, e de alta complexidade, como a Cemig.

Outro aspecto importante na análise de complexidade de um grupo é a existência de "*cross-holdings*". Este é o caso de uma empresa *holding* ter participação em uma subsidiária e esta ter participação em uma outra empresa, na qual a *holding* também participa. Caso a *holding* e a investida tenham ações listadas em bolsa, a análise terá um fato complicador, dificultando a precificação de mercado de ambas.

No SEB, um caso emblemático é a Cemig, tendo em vista que esta é listada em bolsa, assim como a sua controlada, a Light. Ainda, para mostrar a alta complexidade do grupo Cemig, tanto esta como a Light participam no capital da Renova, empresa de energias renováveis, que também é listada em bolsa.

No caso do Grupo Rede, a sua complexidade era baixa/média, já que não existiam "*cross-holdings*", somente a existência de algumas sub *holdings* com participações diretas, vide o fluxo gramado Grupo Rede, na Seção5.1 deste artigo.

As transações entre companhias investidas ou companhias investidas e suas controladoras devem ser observadas, principalmente no tocante à existência de operações entre as companhias que não se enquadram no aspecto meramente societário entre controladas ou coligadas, como pagamento de dividendos, aumentos de capital e avais de controladora em empréstimos efetuados por controlada. Os fatos apresentados no trabalho da PWC sobre a Cemat e sumarizados na Seção5.3 deste trabalho são exemplos de transações heterodoxas.

A segregação de atividades de acionistas com empresas investidas é ponto fundamental de governança em uma empresa ou mesmo em um grupo econômico. Do ponto de vista de boas práticas, devem ser evitados, por exemplo, a existência de transações de empresas pertencentes aos acionistas (sem ligações com a natureza do negócio da empresa investida) com a sua investida. Exemplo de má prática é o

mencionado na Seção5.3.5, onde uma empresa prestadora de serviços de informática ao Grupo Rede era controlada pela esposa do acionista controlador.

Por fim, outro aspecto que pode aparecer em grupos econômicos é uma empresa servir de captador de recursos para repassara outras empresas do grupo. Tal aspecto, dependendo do caso, pode representar um sinal de fragilidade econômica do grupo. No caso do Grupo Rede, a Celpa e a Rede Energia funcionaram como captadores de recursos para as demais empresas do grupo, e a Cemat funcionou como garantidor "de fato", tal como apresentado na Seção 5.3.6.

7 Metodologia Quantitativa de Avaliação de Risco e Insolvência para *Holdings*

Nesta Seção são apresentadas as metodologias para a avaliação quantitativa da situação econômica e financeira, com a aplicação, posteriormente, dos indicadores selecionados ao Grupo Rede, para o período anterior à sua intervenção.

As características do segmento de distribuição impõem a necessidade de um acompanhamento do desempenho econômico financeiro das empresas e de seus controladores, por parte de investidores, reguladores e credores.

A análise dos demonstrativos financeiros pode auxiliar tanto no entendimento do que vem acontecendo com a empresa, como com a elaboração de premissas acerca do seu desempenho futuro.

Destaca-se que o modelo proposto utiliza, exclusivamente, informações provenientes dos dois principais demonstrativos financeiros de uma empresa, quais sejam, o Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado do Exercício, e possui três dimensões:

i. Análise Econômica;
ii. Análise Financeira; e
iii. Análise do Endividamento e Risco de Inadimplência

7.1 Análise da Situação Econômica

A análise da situação econômica consiste na avaliação da capacidade da empresa em gerar lucro a partir dos capitais investidos. Pode ser efetuada pela ótica dos sócios ou do conjunto de recursos onerosos aportados na empresa (sócios e credores).

Os indicadores principais para análise econômica de empresas são:

i. Retorno sobre o Capital Investido ou, em inglês, *Return on Invested Capital* (ROIC), o qual determina o percentual de lucro gerado pela operação da empresa, e é comparável a três tipos distintos de *benchmarks,* o WACC, o ROIC histórico da própria empresa e o ROIC médio das empresas do setor.
ii. Lucro Econômico consiste da verificação de quanto foi gerado de lucro operacional em um determinado período além dos custos com a estrutura de capital da companhia.

7.2 Análise da Situação Financeira

A análise da situação financeira consiste na avaliação da capacidade de a empresa honrar seus compromissos de curto prazo e do grau de dependência de endividamento para financiá-los.

As empresas saudáveis do ponto de vista financeiro possuem, em geral, baixa dependência de recursos onerosos de curto prazo para financiamento de suas necessidades de capital de giro. Por sua vez, o volume de recursos para financiamento da necessidade de capital está diretamente relacionado ao tamanho do ciclo financeiro da empresa e do seu nível de atividade.

Uma análise financeira contundente pode ser efetuada pelo estudo do saldo de tesouraria (ST) e de seus componentes, quais sejam, a necessidade de capital de giro (NCG) e o capital de giro líquido (CGL).

7.3 Análise do Endividamento e Risco de Inadimplência

Análise do Endividamento e Risco de Inadimplência permite o entendimento do risco de crédito da companhia verificada e pode ser utilizada como suporte para determinação do nível do custo de empréstimos por instituições financeiras.

A determinação da classificação de risco atribuída por agências de *rating* está diretamente relacionada aos índices de coberturas de juros e o nível de endividamento da empresa, o que reforça a importância de sua correta avaliação.

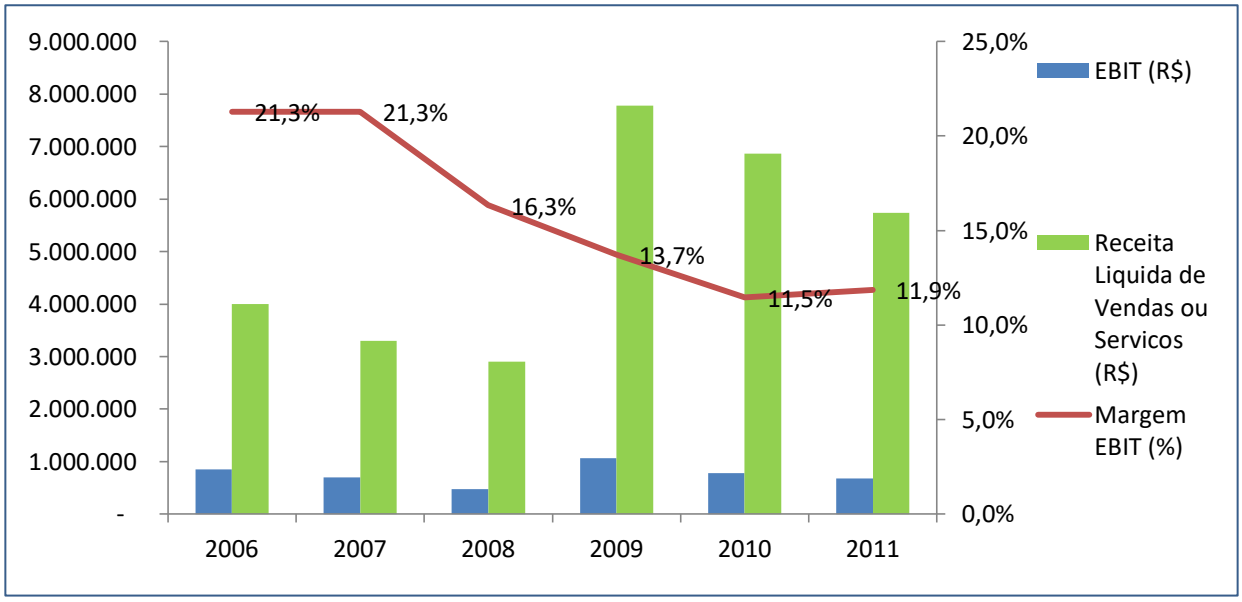
Os indicadores mais relevantes para análise do endividamento e risco de inadimplência são os que têm associação direta entre a geração de caixa operacional da companhia e o nível de compromissos com terceiros, juros e principal da dívida. Como parâmetros utilizados nesta análise, têm-se o Índice de Cobertura de Juros e Dívida Líquida sobre EBITDA.

7.4 Análise Quantitativa de Avaliação de Risco e Insolvência Aplicada ao Grupo Rede

7.4.1 Situação Econômica

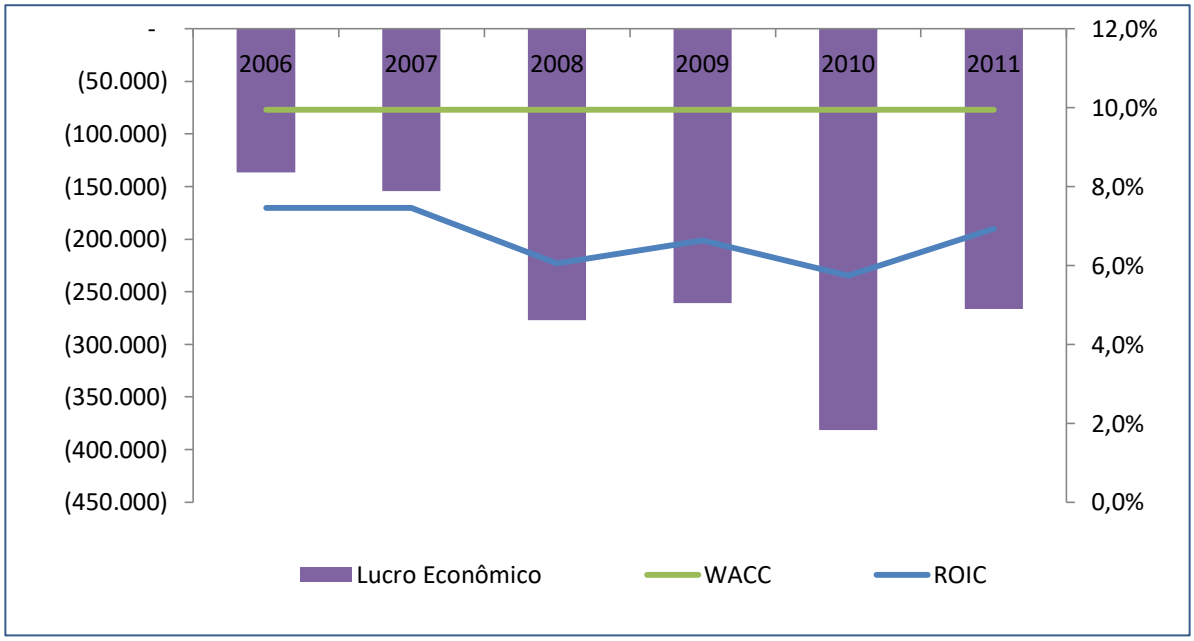
Os Gráficos 1 e 2 permitem diagnosticar o desempenho econômico do Grupo Rede no período de 2006 a 2011. Ao dividir o período em duas partes, de 2006 a 2008 e 2009 a 2011, é possível observar que o substancial aumento de receitas líquidas da empresa no primeiro subperíodo foi acompanhado com uma forte redução de margem de um subperíodo a outro. Estes efeitos combinados fizeram com que o lucro operacional (EBIT e EBITDA) do Grupo Rede oscilasse sem aumento de patamar no decorrer dos anos, sem, no entanto, ser suficiente, em qualquer momento, para geração de retorno (ROIC) superior ao custo dos capitais investidos (WACC). Isso também implicou no lucro econômico negativo observado no decorrer de todo o período.

Gráfico 1 – Comportamento das Receitas Líquidas, EBIT e Margem EBIT – de 2006 a 2011



Fonte: Ozório (2014).

Gráfico 2 – Evolução do ROIC, WAAC e Lucro Econômico entre 2006 a 2011

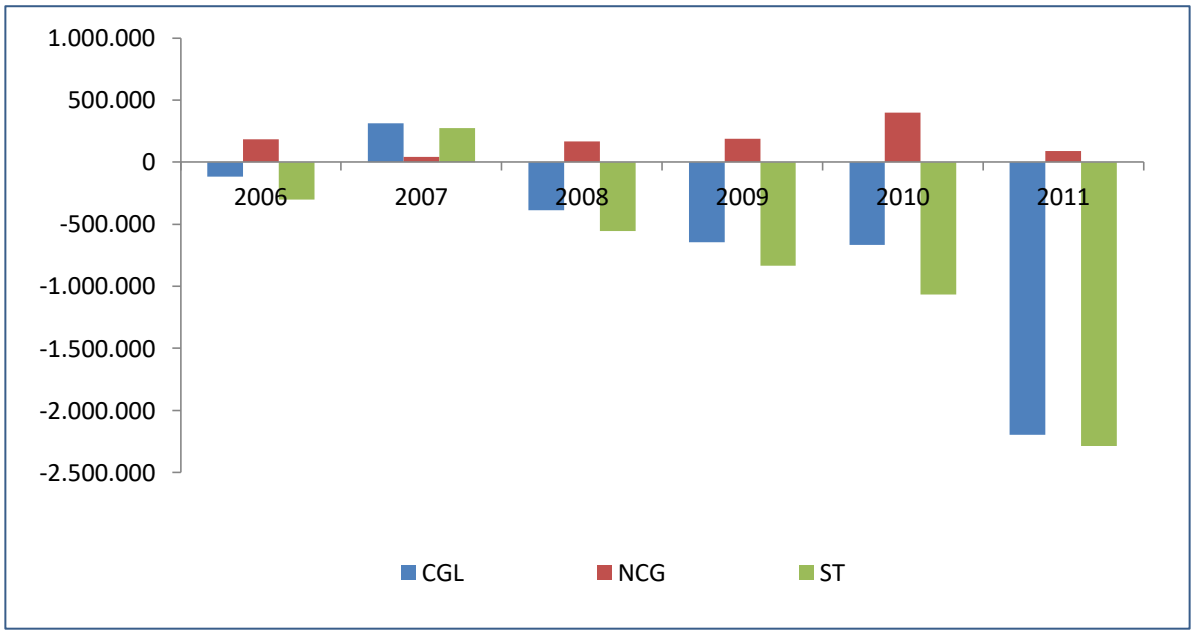


Fonte: Ozorio (2014).

7.4.2 Situação Financeira

Como se pode observar no Gráfico 3, a situação financeira do Grupo Rede se deteriorou significativamente no período de 2006 a 2011. Excetuando 2007 – ano em que a empresa apresentava uma situação financeira confortável, pelo fato do saldo de tesouraria estar positivo –, em todos os demais anos é possível perceber a dependência de recursos de curto prazo. Esses recursos, empréstimos e financiamentos que constam do passivo circulante, foram utilizados não só para financiar as necessidades de capital de giro, mas também, e, em maior participação, para financiar imobilizações e investimentos de logo prazo, como denotado pelo capital de giro líquido negativo.

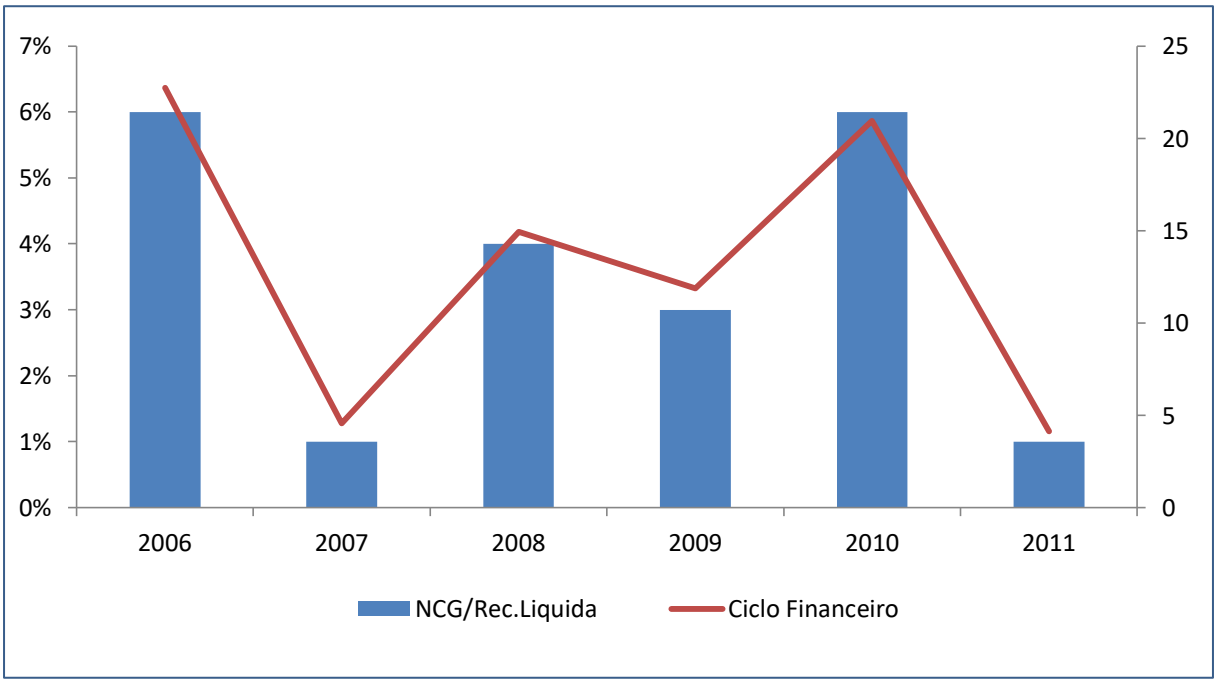
Gráfico 3 – Comportamento do Capital de Giro Líquido, Necessidade de Capital de Giro e Saldo em Tesouraria no período de 2006 a 2011



Fonte: Ozorio (2014).

O Gráfico 4 relaciona a necessidade de capital de giro do Grupo Rede padronizada pela receita com o ciclo financeiro. É possível observar que, em virtude do pequeno ciclo financeiro (não superior a 25 dias em todo período), a empresa não demandou montantes expressivos de capital de giro, corroborando que a razão da fragilidade financeira estaria relacionada ao uso de recursos onerosos de curto prazo para financiar empreendimentos de longa maturação.

Gráfico 4 – Evolução dos Indicadores – Ciclo Financeiro e NCG/Rec. Líquida, de 2006 a 2011

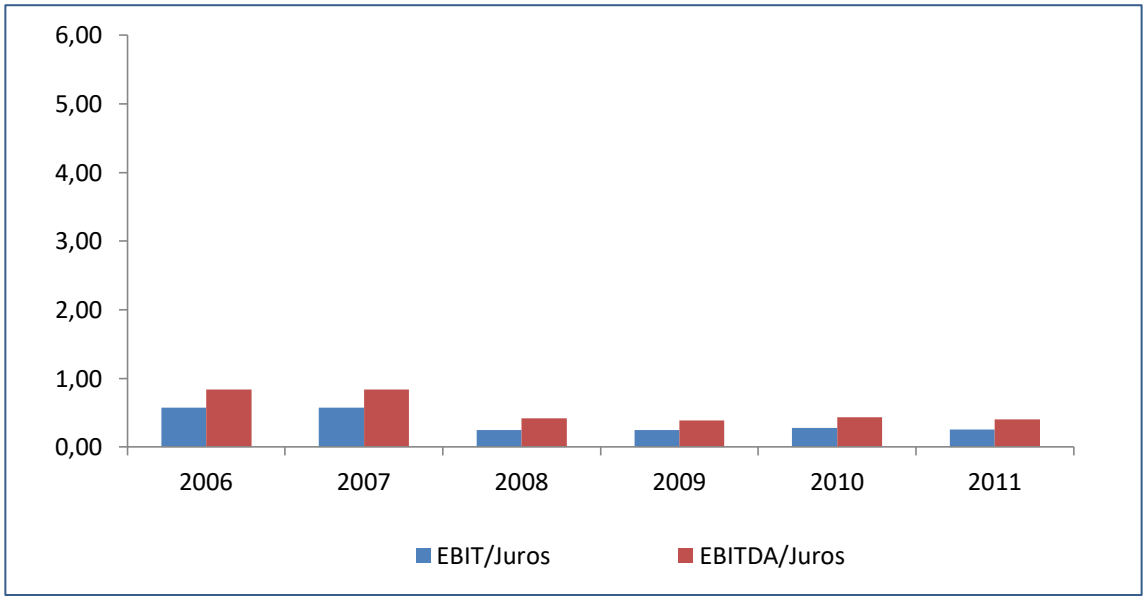


Fonte: Ozorio (2014).

7.4.3 Risco de Inadimplência e Endividamento do Grupo Rede

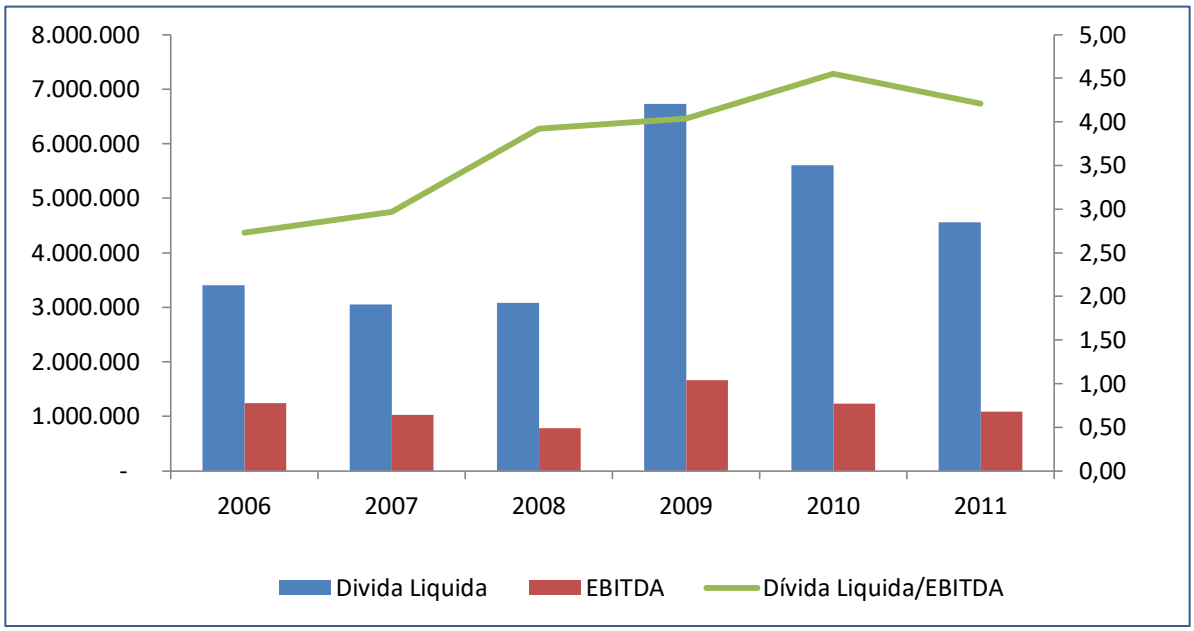
O Gráfico 5 e 6 apresentam um panorama do endividamento e do risco de inadimplência do Grupo Rede, no período de 2006 a 2011. Durante este período, a empresa apresentou ICJ, EBIT e EBITDA inferiores a 1, o que demonstra que a mesma não tinha capacidade operacional de honrar nem mesmo os compromissos correntes (juros) com seus credores. Essa situação se agravou rapidamente e, já em 2008, a empresa se encontrava em situação insustentável, conforme demonstrado pelo Índice Dívida Líquida/EBITDA superior a 4, patamar acima do considerado razoável pelo mercado.

Gráfico 5 – Evolução do Índice de Cobertura de Juros no período de 2006 a 2011



Fonte: Ozorio (2014).

Gráfico 6 – Comportamento da Relação Dívida Líquida/EBITDA no período de 2006 a 2011



Fonte: Ozorio (2014).

8 **Conclusão**

O presente trabalho tem como objetivo central estruturar um primeiro enquadramento ao tema "regulação financeira das *holdings* de distribuição no Setor Elétrico". Nos últimos anos, o debate sobre o papel da regulação na supervisão e regulação econômico-financeira das distribuidoras de energia elétrica se intensificou, exigindo que estudos mais aprofundados sobre o tema fossem produzidos.

A questão dos grupos econômicos e sua relação financeira com as controladas provoca questionamentos importantes sobre a supervisão financeira das distribuidoras de energia elétrica. A análise da governança e uma metodologia de identificação de risco e insolvência das *holdings* e suas controladas são fundamentais e necessárias para prevenir diversos problemas financeiros na distribuição.

O caso do Grupo Rede, grupo econômico composto de oito distribuidoras de energia elétrica, tradicional no Setor Elétrico Brasileiro, uma vez que chegou a deter a concessão de 35% da área geográfica do país, é um forte exemplo da necessidade de supervisão financeira também no âmbito das *holdings.*

O Grupo Rede teve um crescimento expressivo de consumidores em sua área de atuação, o que requeria investimentos na rede para atender ao aumento da demanda. Com a alta alavancagem, as operações financeiras entre companhias e a carência de uma boa administração levaram à elevação do risco financeiro e, por conseguinte, à escassez de recursos para financiar o CAPEX (*Capital Expenditure)* necessário para fazer frente ao aumento da demanda e permitir uma boa performance das suas distribuidoras. A situação precária das distribuidoras controladas, devido ao alto endividamento da *holding*, além de uma gestão deficiente, colocou em risco a prestação de serviço de distribuição de energia elétrica em uma área de abrangência significativa de consumidores e levou à insolvência do grupo. As empresas estiveram sob intervenção da ANEEL, a partir de 2012, e foram assumidas pelo Grupo Energisa, em 2014.

No presente trabalho, foi utilizada uma metodologia para avaliação qualitativa de risco de *holdings* pertencentes a grupos econômicos, a partir das metodologias elaboradas pelas agências de rating.

Tomou-se por base os fatores e subfatores de análise e, através da identificação de fatos observados em empresas pertencentes ao Grupo Rede, mencionados no trabalho da PWC sobre a situação da Cemat, demonstrou-se a aplicabilidade dos fatores de avaliação de risco às situações encontradas. Colaborou-se, portanto, com

uma tipologia de fatores que pode ser utilizada para uma abordagem qualitativa de *holdings* e a relação com suas controladas.

Adicionalmente, neste trabalho foi apresentada uma metodologia para análise econômico-financeira de *holding*, aplicável a avaliação de distribuidoras do Setor Elétrico Brasileiro. O segmento de distribuição é simultaneamente aquele que possui a maior participação de capital privado e o maior nível de regulamentação, principalmente pelo fato de ser composto por empresas que atuam como monopólios regionais, o que naturalmente desperta o interesse no acompanhamento econômico-financeiro das empresas que o compõe, tanto por investidores (acionistas e credores), como reguladores.

Objetivando demonstrar a aplicabilidade do modelo, foi apresentado um estudo de caso contendo uma análise econômico-financeira de *holding* do setor de distribuição de energia elétrica, qual seja, o caso do Grupo Rede.

As análises efetuadas utilizaram como base de dados demonstrações financeiras obtidas na CVM e demonstraram efeitos de variações ocorridas na economia, peculiaridades vividas no setor e o resultado de decisões tomadas pelos gestores da empresa.

9 **Bibliografia**

Almeida, M. Contabilidade Avançada – 3ª edição, São Paulo, Atlas (2013).

ANEEL, Notas Técnicas nº 67/2016-SFF/ANEEL, de 15/04/2016; Notas Técnicas nº 245/2016-SRM-SFF, de 17/11/2016.

Carvalho, F. "Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basiléia." Regulação financeira e bancária. São Paulo: Atlas (2005): 121-139.

Castro, Marina Grimaldi de. As definições de grupo econômico sob a ótica do direito societário e do direito concorrencial: entendimentos doutrinários e jurisprudenciais acerca da responsabilidade solidária entre seus componentes. Disponível em: <www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=af3b0930d888e15a>. Acesso em 13 de abril de2017.

Castro, N. Brandão, R.; Ozorio, L. (2011). "O Desempenho financeiro das distribuidoras de energia elétrica e o processo de revisão tarifária periódica". Texto de Discussão do Setor Elétrico nº. 34, Rio de Janeiro.

Delloitte Touch Tomatsu Consultores LTDA (2016) – Rede Energia S.A. e outras – Relatório circunstanciado sobre a execução do Plano de Recuperação Judicial do Grupo Rede, SP, 21/09/2016.

Eizerick, N. – A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v.3.

Fipecafi (2010). Perguntas e respostas – Nova lei das S.A. – Lei 11.638/07. Disponível em: <http://bit.ly/1kSiLo5>. Acesso em 13 de abril de 2017.

IBGC, Governança Corporativa e Princípios Básicos. Disponível em:<www.ibgc.org.br>. Acesso em 13 de abril de 2017.

LCA/ABRADEE (2008) – Concentração no segmento de distribuição de energia elétrica: análise do ato regulamentar submetido à Audiência Pública 001/2008 da ANEEL – março de 2008.

Leite, A. Castro, N. (2014) –Crescimento e estruturação das firmas: a formação dos conglomerados do setor elétrico brasileiro – REGE, SP, v21, n.3, jul/set 2014.

Moody's Investors Service, 2009. Rating Methodology: Regulated Electric and Gas Networks.

Moody's Investors Service, 2015. Companhias Holdings de Investimento e Conglomerados, Rating Methodology, dezembro de 2015.

Neto, Nabor Batista de Araújo. A responsabilidade das empresas integrantes de grupo econômico. Jus Navegandi, Teresina, ano 16, n. 2820, 22 mar. 2011. Disponível em: <http://jus.com.br/revista/texto/18739>. Acesso em 11. de abril de 2017.

Ozorio, L. (2014) –Análise do desempenho Econômico e Financeiro das distribuidoras do setor elétrico brasileiro, Gesel,2014.

PWC. Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. – Cemat – Diligência Contábil em 31 de agosto de 2012.

Recurso Especial STJ 798.264 SP. Disponível em <wwwstj.jusbrasil.com.br>. Acesso em 14 de abril de 2017.