



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 8/2018-CVM/SEP/GEA-4

Para: GEA-4

De: Rodrigo Paiva Gonçalves

ASSUNTO: Reclamação de Investidor – Processo SP-2015-339 - MMX Mineração e Metálicos S.A.

Senhor Gerente,

Trata-se de recurso interposto, em 29 novembro de 2017, por Ricardo Strauss Jardim (“Reclamante” ou “Recorrente”), na qualidade de acionista minoritário da companhia MMX Mineração e Metálicos S.A. (“MMX” ou “Companhia”), contra o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) consubstanciado no Relatório nº 40/2017-CVM/SEP/GEA-4, de 08.10.17 (“Relatório 40/2017”).

### I. HISTÓRICO

#### *1.1. Breve contextualização*

2. Em 13 de abril de 2015, a MMX divulgou fato relevante informando a celebração de distrato (“Distrato”) de contrato de fornecimento de energia elétrica entre a Companhia e a Eneva S.A. (“Eneva”), no qual a Eneva comprometeu-se “a pagar à MMX o valor de R\$ 40 milhões pela integralidade dos 180MW negociados a serem entregues a partir do ano de 2016 e todo e qualquer outro direito objeto dos contratos”.
3. Em 14 de setembro de 2015, foi protocolada a referida reclamação (“Reclamação”) requerendo explicações sobre o distrato realizado pela MMX, com o seguinte teor (fls. 01/03):
  - a. “conforme Fato Relevante divulgado em 12.09.2011, a MMX firmou contrato para Fornecimento de Energia Elétrica com a então MPX ENERGIA S.A., atual ENEVA S.A. (“Eneva”), por meio do qual se comprometeu a fornecer energia elétrica para a Unidade Serra Azul da MMX ao preço-base de R\$ 125/Mwh. O acordo possuía prazo de quinze anos, iniciando-se em maio de 2014, e atingia o valor global aproximado de R\$3,3 bilhões”;
  - b. “conforme Fato Relevante divulgado em 03.05.2012, as partes firmaram um Aditivo ao Contrato para Fornecimento de Energia Elétrica, estabelecendo que, de janeiro de 2014 a dezembro de 2018, a Eneva forneceria energia elétrica para a Unidade Serra Azul ao preço-base de R\$ 102/Mwh. De janeiro de 2019 até maio de 2029, os termos do contrato original permaneceriam inalterados”;
  - c. os contratos de fornecimento de energia elétrica, conforme afirma o Reclamante, poderiam proporcionar enorme ganho financeiro à MMX, haja vista o diferencial entre os preços pactuados, na faixa de R\$ 102,00 e os valores de

mercado, na faixa de R\$ 388,00 (na época da rescisão do contrato) e R\$ 220,00 no longo prazo;

- d. segundo o Reclamante, os ganhos que a Companhia poderia auferir liquidando a energia referente ao contrato na CCEE (Câmara de comercialização de Energia Elétrica) poderiam chegar a R\$ 1 bilhão, muito superior ao valor de R\$ 40 milhões pago na celebração do Distrato;
- e. o Reclamante cita que a MMX não quis prestar informações sobre o Distrato e, “dada a importância e gravidade do caso”, solicita que a CVM e o MPF apurem se há irregularidades neste caso”.

4. A Companhia foi questionada pela SEP por meio do Ofício nº 271/2016/CVM/SEP/GEA-4, em que foi solicitado que (i) descrevesse o processo de negociação que resultou na celebração do distrato relativo ao contrato de fornecimento de energia elétrica, informando os administradores e órgãos responsáveis pela decisão, além dos critérios e procedimentos eventualmente adotados para mitigar os riscos decorrentes de potenciais conflitos de interesses; (ii) enviasse as cópias de atas de reuniões dos órgãos de administração, bem como pareceres ou estudos que tenham suportado a decisão da Companhia; e (iii) enviasse outras informações relevantes para compreensão da matéria.

5. Em resposta ao Ofício nº 271/2016/CVM/SEP/GEA-4, a Companhia informou que:

- a. a MMX firmou dois contratos de compra e venda de energia elétrica com a Eneva para o fornecimento de energia elétrica a longo prazo e a curto prazo para a operação da Unidade Serra Azul;
- b. “a negociação do Distrato de tais Contratos de Energia iniciou-se em meados de 2014. No mesmo período, as duas empresas estavam passando por delicada crise financeira, tendo a Companhia suspenso o projeto de expansão de seus principais empreendimentos, dentre eles, o projeto referente à Unidade Serra Azul – unidade para a qual a energia objeto dos Contratos de Energia seria destinada”;
- c. “em tal cenário de crise, como a MMX não tinha demanda para utilizar integralmente a energia contratada com a Eneva e os pagamentos previstos dos Contratos de Energia causariam uma onerosidade excessiva ao caixa da Companhia, restou-lhe a opção de negociar os volumes de energia no mercado futuro, contudo, tal opção no longo prazo apresentava dois riscos significativos”:
- d. “a venda da energia fornecida pelo Contrato de Energia – Longo prazo no mercado futuro, seria prejudicial à MMX, uma vez que o valor da energia elétrica entre 2019 e 2029 tinha uma perspectiva de queda em relação ao valor da data do referido contrato. Sendo assim, por mais que a venda da energia elétrica fornecida pelo Contrato de Energia – Curto Prazo fosse benéfica, o saldo das transações no mercado futuro seria prejudicial à MMX”;
- e. “a Eneva passava por situação financeira grave – conforme atesta seu pedido de recuperação judicial realizado em 09.12.14 – o que poderia afetar sua capacidade de performance e inviabilizar a venda da energia contemplada em ambos os Contratos de Energia. A falta de comprovação, pela Eneva, do lastro necessário para os volumes de energia contratados para os anos de 2016 a 2018 se mostrou um forte indício de tal risco de descumprimento das obrigações dos Contratos de Energia”
- f. “diante de tais fatores, o atual Diretor Presidente da MMX, Sr.

Ricardo Furquim Werneck Guimarães, se reuniu com os diretores da Eneva para iniciar conversas sobre eventuais alternativas aos compromissos assumidos nos Contratos de Energia. Após meses de negociação, a melhor solução encontrada pelas Companhias foi proceder com o Distrato, o qual foi devidamente celebrado e amplamente divulgado em 13.04.15”;

- g. “todo esse processo de negociação, incluindo os riscos das alternativas vislumbradas, foram devidamente analisados por assessores técnicos, que auxiliaram a MMX na tomada da decisão pela celebração do Distrato. Nesse sentido, foram contratados pela MMX (i) Análise Técnica dos Contratos de Compra e Venda de Energia, preparada pela assessoria Thymos Energia; e (ii) Legal Opinion do escritório de advocacia Veirano Advogados, para análise das implicações legais que eram inerentes a cada uma das alternativas”;
- h. “ademais, a celebração do Distrato tornou o valor de R\$ 40 milhões líquido, certo e exigível – nos termos do art. 585, II do CPC vigente na época – e teve a importante função de subsidiar parte da necessidade de caixa da Companhia naquele momento. Cabe lembrar que a evolução do fluxo de caixa da MMX indicava que, em maio de 2014, a Companhia, provavelmente, ficaria com insuficiência de caixa e a Eneva encontrava-se em processo de Recuperação Judicial, portanto, qualquer solução litigiosa representaria um processo moroso de arbitragem e posterior execução de título extrajudicial, sem a certeza do recebimento de pagamento de qualquer valor à MMX”;
- i. “os executivos da MMX entenderam que o Distrato consistia na decisão que melhor atendia os interesses da Companhia, em estrita observância ao seu dever de diligência.”.

#### A Operação em síntese

6. A Companhia tinha em vigor, celebrados com a Eneva, dois contratos de fornecimento de energia elétrica (“Contratos”) para operação da unidade Serra Azul, a saber:
  - a. contrato de curto prazo, com vigência de 01.01.2014 a 31.12.2018, para fornecimento de até 200MW, com preço estipulado em R\$ 102/MWh (em valores de 01.11.2011), corrigido por 100% do IPCA;
  - b. contrato de longo prazo, com vigência de 01.01.2019 a 30.04.2029, para fornecimento de 200MW médios, com preço estipulado em R\$ 125/MWh (em valores de 01.03.2011 e uma taxa de câmbio de R\$ 1,6619/US\$), com indexador de preço calculado com base em 60% da variação acumulada da IPCA e 40% da variação cambial (PTAX média mês).
7. Adicionalmente, a Companhia alega que o setor de mineração, à época, apresentava “vertiginosa queda do preço do minério de ferro” e que passava por uma crise de crédito que refletia em sua capacidade financeira e estabilidade de seu caixa, de maneira que suspendeu o projeto de expansão de seus principais empreendimentos, dentre eles o projeto referente à Unidade Serra Azul – unidade para a qual a energia objeto dos Contratos de Energia seria destinada.
8. À mesma época, a Eneva passava por grave situação financeira, tendo entrado com pedido de recuperação judicial em 09.12.2014, não tendo comprovado lastro necessário para os volumes de energia contratados para os anos de 2016 a 2018.
9. Nesse cenário, a Companhia, sem demanda que justificasse a manutenção do contrato de energia, avaliou eventual retorno da revenda da energia fornecida pelos Contratos, tendo concluído que, ainda que o saldo das operações no

curto prazo fossem benéficas, o saldo das transações no mercado futuro, bem como a indefinição sobre a capacidade da Eneva de cumprir com as obrigações do contrato levaram à decisão de seguir pela opção do Distrato.

10. Em relação ao processo negocial que culminou na celebração do Distrato, a MMX informou que o então Diretor Presidente da Companhia, Sr. Ricardo Furquim, frente à situação de restrição de caixa e falta de necessidade de energia para os projetos cancelados, se reuniu com os diretores da Eneva, o Sr. Fábio Hironaka Bicudo, Diretor Presidente da Eneva entre 27.01.14 e 09.12.14, e o Sr. Alexandre Americano Holanda e Silva, que ocupa o mesmo cargo desde 09.12.14, tendo a solução do Distrato sido encontrada após meses de negociação entre as Companhias.
11. A MMX informou que a solução foi obtida “de forma independente, sem interferência de seus acionistas” e que avaliou a opção de vender a energia dos Contratos na CCEE, tendo contratado a Thymos Energia para elaboração de laudo de análise técnica dos contratos de compra e venda, e buscou opinião legal do escritório de advocacia Veirano Advogados para “análise das implicações legais inerentes a cada uma das alternativas”.

### **1.2. Conclusões da SEP**

12. As questões trazidas pelo Reclamante foram analisadas por meio do Relatório nº 40/2017-CVM/SEP/GEA-4, de 08.10.17, que avaliou se houve alguma irregularidade na celebração do Distrato e nos processos de negociação e aprovação do mesmo pela MMX, à luz dos deveres e responsabilidades dos Administradores, previstos especialmente nos arts. 153 a 156 da Lei 6.404/76.
13. Resumidamente, o reclamante afirmava que a MMX possuía no contrato de fornecimento de energia elétrica celebrado com a Eneva, um ativo financeiro que poderia proporcionar ganhos da ordem de R\$ 1 bilhão, mas optou por um distrato com pagamento compensatório de R\$ 40 milhões.
14. Em breve síntese, o Relatório 40/2017 discorre sobre a documentação fornecida pela Companhia, que demonstrava uma situação em que a MMX poderia lucrar com o contrato de curto prazo, mas teria um prejuízo no longo prazo que poderia ser muito superior ao lucro obtido. Nessa mesma situação, a Eneva teria prejuízo no curto prazo, mas poderia lucrar no longo prazo, se tivesse capacidade para fornecer a energia dos dois Contratos.
15. Adicionalmente, ambas as companhias apresentavam restrições de caixa, e a Eneva, segundo a Companhia, não apresentava garantias de que conseguiria cumprir o contrato. Agravavam-se as incertezas em razão do fato de a projeção de eventuais ganhos do contrato estar baseado em uma atividade de arbitragem no futuro, por parte da MMX, sobre o valor da energia comprada da Eneva a ser revendida.
16. Nesse cenário, a tese apresentada pelo reclamante de ganhos de até R\$ 1 bilhão esbarra em inúmeras incertezas quanto à sua possibilidade de realização, não tendo sido possível identificar elementos que permitissem concluir que a solução alcançada com o Distrato não atendeu ao interesse de ambas as companhias envolvidas, de maneira que não me pareceu haver elementos suficientes que permitiram concluir por alguma irregularidade que se enquadre nos arts. 153 a 155 da Lei 6.404/76.
17. O Relatório 40/2017 discorre também sobre o processo de negociação e aprovação do Distrato, não tendo sido identificados indícios de irregularidade no que tange aos deveres dos administradores, especialmente, ao disposto nos arts. 153 a 156 da Lei 6.404/76.

Da Interposição do Recurso

18. Em 29.11.2017, o Reclamante apresentou recurso contra o entendimento da SEP exarado no Relatório 40/2017, nos seguintes principais termos:
- a. A MMX, ao contrário do que foi afirmado no âmbito do processo em epígrafe, tinha expertise em comercialização de energia, por ter uma empresa de energia, a saber, a MMX Comercializadora de Energia LTDA. “(MMX Energia)”, sendo o presidente da MMX à época, Sr. Ricardo Werneck, administrador da MMX Energia;
  - b. A MMX fez o distrato antes que os assessores técnicos apresentados em resposta à CVM (Veiranos Advogados e Thymos Energia) tivessem apresentado à Companhia suas conclusões;
  - c. O Reclamante reapresenta a tese de que o contrato de longo prazo traria benefícios financeiros da ordem de R\$ 1 bilhão, comparando projeções de preço futuro de energia elétrica, com sua visão de preço para o contrato de longo prazo;
  - d. O Reclamante afirma não ter identificado, nas demonstrações financeiras da MMX, “receita proveniente da energia do contrato com a MPX, referente ao ano de 2014 até abril de 2015, época do Distrato”;
  - e. O Reclamante discorda da informação de que a MPX não tinha conseguido comprovar lastro para o fornecimento da energia no contrato.
19. A Companhia foi instada a se manifestar sobre as alegações do Reclamante em seu Recurso por meio do Ofício nº 334/2017/CVM/SEP/GEA-4 de 18.12.2017.
20. A MMX apresentou resposta ao Ofício nº 334/2017/CVM/SEP/GEA-4, por meio de correspondência eletrônica em 22.12.2017, nos seguintes principais termos:
- a. O Recorrente apresentou recurso ao entendimento da SEP fora do prazo regulamentar;
  - b. Ao contrário do que alega o Recorrente, a MMX Energia apenas foi criada em setembro de 2014, com objetivo de comercializar o excedente de energia do contrato de energia com a Eneva, e que “tampouco seria uma medida diligente e responsável por parte da Companhia o desvio de suas atividades principais (...) para se dedicar à comercialização de energia, atividade para a qual não possuía expertise, plano de negócios e/ou investimentos prévios”;
  - c. “Ainda que a versão final do memorando entregue pelo escritório de advocacia Veirano Advogados tenha sido datada de 26 de maio de 2015, tal escritório já assessorava a Companhia anteriormente a celebração do Distrato e durante as negociações que levaram ao Distrato.”;
  - d. “Não seria viável para a Companhia manter os Contratos [de energia] em vigor dada a ausência de demanda de energia decorrente da paralisação das atividades em Serra Sul” e “dada a situação de crise financeira pela qual a ENEVA passava, não havia garantias de que o compromisso de fornecimento de energia seria cumprido na forma dos Contratos, de modo que haveria um risco para a Companhia de frustrar obrigações perante terceiros, se decidisse operar em mercados futuros e liquidação de energia”;
  - e. Em 01.06.2013, a Companhia e a ENEVA celebraram um aditivo ao contrato que reduziu o montante de energia contratado para o período de janeiro de 2014 a dezembro de 2015. Nesse aditivo a Eneva se comprometeu a

comercializar o montante reduzido de energia no mercado livre, tendo pagado à Companhia o montante de R\$ 10.022.383,00, entre janeiro de 2014 e abril de 2015, registrado nas DF da Companhia em “Outras receitas Operacionais”;

- f. Em 22.09.2014, a Companhia enviou notificação à Eneva solicitando que esta comprovasse o lastro necessário para cumprimento da sua obrigação de fornecimento de energia, não obtendo resposta quanto à garantia de fornecimento de energia necessária para assegurar o total cumprimento dos volumes futuros de energia.

## II. ANÁLISE

### Da tempestividade do pedido

21. A Companhia afirma, em sua comunicação em resposta ao Ofício nº 334/2017/CVM/SEP/GEA-4, que o recurso interposto pelo Recorrente foi intempestivo, uma vez que a Deliberação CVM 463/03 estipula o prazo para recurso de decisões de superintendentes em 15 dias, a contar da ciência do interessado.
22. No caso em questão, há que se compreender todo o processo de comunicação para afirmar se houve ou não intempestividade: em 18.07.2017 o então Reclamante tomou ciência da decisão da SEP, tendo solicitado vista e cópia do processo em 19.07.2017. Em 25.08.2017, a vista foi deferida pela SEP, tendo o Reclamante sido avisado por meio de correspondência eletrônica em 30.08.2017.
23. A correspondência eletrônica de 30.08.2017 não foi recebida pelo destinatário, e o Reclamante foi novamente avisado em 03.10.2017, tendo tido acesso aos autos somente em 04.10.2017. Em 01.11.2017 o Reclamante fez nova reclamação, indeferida pela SOI em 21.11.2017, tendo nessa data, sido avisado do prazo de 15 dias, para interpor recurso.
24. O Recorrente interpôs o recurso em 29.11.2017, dentro do prazo estipulado pela SOI na mensagem 1345/17 de 21.11.2017.

### Da análise do recurso

25. O recurso apresentado pelo Recorrente pode ser resumido em cinco pontos:
- a. A MMX, ao contrário do que foi afirmado no âmbito do processo em epígrafe, tinha expertise em comercialização de energia;
  - b. A MMX fez o distrato à revelia das conclusões dos assessores técnicos;
  - c. Os contratos tinham valor da ordem de R\$ 1 bilhão para a MMX;
  - d. Não há nas demonstrações financeiras da Companhia menção à comercialização do excedente de energia relativo ao período de janeiro de 2014 a abril de 2015, quando foi assinado o Distrato;
  - e. A MPX havia anteriormente declarado possuir lastro para cumprimento das obrigações dos contratos com a MMX.

### Do Expertise da MMX no setor de energia

26. O Reclamante afirma que a Companhia possuía expertise no setor de energia por possuir uma subsidiária destinada para comercialização de energia cujo presidente era o mesmo que o da Companhia, Sr. Ricardo Werneck.
27. A Companhia esclareceu que criou a MMX Energia exclusivamente com

fim de comercializar na CCEE os volumes excedentes do contrato de energia com a ENEVA. A criação dessa subsidiária se deu em setembro de 2014.

28. A MMX entendia que, ainda que não fosse sua ocupação principal, não poderia prescindir de liquidar a energia não utilizada na CCEE, e, por esse motivo, criou uma estrutura auxiliar para realizar tal feito.
29. O caráter acessório da atividade de comercialização de energia excedente fica claro quando a Companhia afirma que “tampouco seria uma medida diligente e responsável por parte da Companhia o desvio de suas atividades principais (...) para se dedicar à comercialização de energia, atividade para a qual não possuía expertise, plano de negócios e/ou investimentos prévios”.
30. Dessa forma, ao contrário do que afirma o recorrente, não se pode afirmar que a mera criação de uma subsidiária para realizar uma função acessória ao negócio principal constitui prova de expertise.
31. O que deve ser avaliado é se a Companhia tem especialização ou experiência comprovada na área de energia, e nesse sentido, verifica-se que toda a estrutura da Companhia é voltada à mineração, tendo os próprios contratos de fornecimento de energia assinados com a Eneva tido como objetivo, o fornecimento de energia para projeto de exploração de minério de ferro.
32. Adicionalmente, em sua resposta ao Ofício nº 334/2017/CVM/SEP/GEA-4, a Companhia afirma que assinou aditivo ao contrato de curto prazo para que, entre janeiro de 2014 e dezembro de 2015, reduzisse os volumes contratados, e terceirizasse à Eneva a comercialização dos volumes excedentes de energia no período mencionado.
33. Dessa forma, é possível afirmar que, ao menos no que tange aos contratos com a ENEVA, a MMX Energia não tinha, no período em análise, energia excedente para comercializar na CCEE, de maneira que aparentemente não teve prática na atividade de liquidação de energia elétrica.
34. Assim, a alegação de que o presidente da MMX Energia, Sr. Ricardo Werneck, teria expertise em liquidação de energia por ser presidente da MMX Energia, esbarra no fato de que a Companhia sequer comercializou excedente de energia, além de que o Sr. Werneck é originalmente oriundo e tem experiência na área de mineração e siderurgia, e não em energia, conforme se pode verificar no FRE-2016 da Companhia.
35. Dessa maneira, me parece não se sustentar a afirmação de que a MMX ou mesmo a sua subsidiária MMX Energia possuísem expertise no negócio de Energia com base nas alegações do Recorrente.

*Da decisão pelo distrato sem a opinião dos assessores técnicos*

36. O Recorrente afirma que “a MMX já havia feito o Distrato, e só depois foi buscar a informação que queria no mercado”.
37. Para basear sua afirmação, o recorrente sustenta que as datas dos relatórios de conclusão do escritório de advocacia Veirano Advogados (“Veirano”), a saber, 26.05.2015, é posterior à comunicação do Distrato ao mercado, a saber, ocorrido em 13.04.2015.
38. Sobre a Thymos Energia, o Recorrente afirma que o relatório sequer foi datado, e que os tempos verbais apresentados se referem ao Distrato como um evento já ocorrido.
39. Questionada, a Companhia afirmou que “ainda que a versão final do

memorando entregue pelo Veirano tenha sido datada de 26.05.2015, tal escritório já assessorava a Companhia anteriormente à celebração do Distrato e durante as negociações que levaram ao Distrato”.

40. A Companhia ainda afirma que “os assessores externos não só participaram do processo negocial e decisório que levou à celebração do Distrato, como entenderam que a celebração do Distrato seria a decisão mais adequada para a Companhia”.
41. Relatórios de conclusão resumem e formalizam informações que, em geral, no decorrer de uma negociação, já são de conhecimento dos negociadores envolvidos.
42. Adicionalmente, o recorrente não apresenta nenhum argumento ou evidência clara de que as informações apresentadas nos referidos relatórios tenham sido indevidamente consideradas de maneira a atender eventuais solicitações da Companhia.
43. Dessa maneira não se pode afirmar que a companhia celebrou o Distrato sem a posse das informações resumidas nos relatórios dos assessores externos (Veirano e Thymos Energia). Tampouco pode se afirmar que as conclusões nos referidos relatórios são inverídicas, erradas ou elaboradas de acordo com orientações da Companhia de forma a justificar o Distrato.
44. Dessa forma, a meu ver, não me parece ser possível afirmar que a Companhia agiu sem conhecimento das conclusões dos assessores externos ao negociar o Distrato ou, conforme alega o recorrente, que os contratou apenas para justificar uma decisão tomada anteriormente.

#### Do valor dos contratos

45. O Recorrente volta a afirmar, em seu recurso, que os contratos de energia poderiam gerar um ganho da ordem de 1 bilhão de reais para a Companhia. O cerne do argumento é que o recorrente aplica um desconto de R\$ 40 reais, retirado de uma comunicação publicada pela companhia em 03.05.2012 sobre o preço de contrato informado pela Thymos Energia em seu cálculo do valor dos contratos de energia em questão.
46. Me parece que o recorrente agiu equivocadamente ao aplicar um desconto aparentemente fora de contexto. Em primeiro lugar, a comunicação de 03.05.2012 replicada em seu recurso aponta que “a vantagem de um contrato de autoprodução (...) está relacionada à isenção de encargos do setor de energia, os quais, atualmente, totalizam aproximadamente R\$ 40/MWh”.
47. A leitura da frase replicada mostra que não se pode afirmar, conforme alegado e utilizado pelo recorrente em seus cálculos, que se trata de um desconto direto de R\$ 40/MWh pela vida do contrato, mas que, aparentemente, na data do comunicado, o valor das isenções equivalia a R\$ 40/MWh. Adicionalmente, os cálculos apresentados pela Thymos Energia se referiam ao valor praticado no contrato, onde, se houvesse algum desconto, já seria aplicado. Além disso, o recorrente novamente desconsidera que os valores de preço informados se referem a datas base do ano de 2011, passíveis de correção conforme exposto nos parágrafos 21 a 27 do Relatório 40/2017.
48. Por fim, o recorrente toma como certa uma situação futura: os preços do mercado futuro seguiriam favoráveis à MMX e a Eneva teria condição de fornecer a energia para ambos os contratos. Essa situação futura é incerta: os preços variam e não havia garantias de que a Eneva conseguiria cumprir com suas obrigações de

fornecimento de energia, o que traria um risco adicional à MMX, que, no caso de inadimplência da Eneva, teria que buscar energia aos preços vigentes para cumprir as obrigações assumidas no mercado futuro.

49. Os cenários foram avaliados pela Thymos Energia, e sumarizados no Relatório 40/2017, cujos parágrafos relevantes ao assunto reproduzo abaixo:
24. Buscando avaliar a atividade de revenda da energia, a Companhia apresentou laudo de análise técnica elaborado pela Thymos Energia referente aos possíveis resultados que a MMX poderia auferir com a venda da energia contratada na CCEE (Câmara de comercialização de Energia Elétrica) (fls. 36 a 51)
  25. O estudo atualiza os preços dos contratos de acordo com os indexadores contratados (IPCA no curto prazo e uma cesta de IPCA e dólar no longo prazo) e realiza diversos cenários de projeção de preço de liquidação de energia elétrica na CCEE, tomando como base os preços de energia de março de 2015.
  26. A primeira conclusão da análise técnica é de que o contrato de curto prazo poderia gerar um ganho em valor presente de, na média, R\$ 168 milhões para a Companhia, com pouco risco de prejuízo, sendo um patamar de razoável certeza, um ganho da ordem de R\$ 66 milhões.
  27. Por outro lado, as projeções apresentadas no laudo indicam que a decisão pela liquidação da energia contratada e não utilizada no longo prazo na CCEE geraria um prejuízo em valor presente de, na média, R\$ 969 milhões, com chances remotas de gerar um valor positivo, e uma razoável certeza de o prejuízo superar o valor presente de R\$ 1 bilhão.
  28. Ainda que o curto prazo mostrasse ganhos para a companhia, o saldo dos dois Contratos, de acordo com o laudo apresentado, é negativo. Adicionalmente, a atividade de comercialização de energia exigiria um aporte de capital para cumprimento das obrigações contratuais com a Eneva que a Companhia alegou não ser capaz de suprir.
  29. Por fim, a Companhia informa que a Eneva não comprovou lastro para fornecimento de energia para o contrato de curto prazo, o que poderia tornar inócua qualquer tentativa da Companhia de revender a energia contratada. Uma eventual exigência de resolução contratual por parte da MMX, conforme opinião legal do Veirano Advogados (fl.53), dispararia um procedimento de arbitragem oneroso, demorado, e sem garantia de sucesso.
  30. Temos então uma situação em que a MMX poderia lucrar com o contrato de curto prazo, mas teria um prejuízo no longo prazo que pode ser muito superior ao lucro obtido. Nessa mesma situação, a Eneva teria prejuízo no curto prazo, mas poderia lucrar no longo prazo, se tivesse capacidade para fornecer a energia dos dois Contratos.
  31. Entretanto, não havia garantia de que a Eneva conseguisse fornecer sequer a energia para o contrato de curto prazo. O nível de incerteza é ainda maior em relação ao longo prazo: além da falta de garantia no fornecimento de energia, as projeções de preço podem descolar muito da realidade futura, e o resultado além de incerto, pode demandar um procedimento de arbitragem que ambas as companhias aparentavam não ter fôlego financeiro para sustentar.
  32. Nesse cenário de falta de caixa e necessidade quanto ao fornecimento de energia por parte da MMX, falta de garantia de fornecimento por parte da Eneva e razoável grau de incerteza quanto ao resultado de eventual

liquidação dos volumes do contrato de longo prazo, não há elementos que permitam concluir que a solução alcançada com o Distrato não atenderia o interesse de ambas as companhias envolvidas.

50. Dessa forma, mantenho o entendimento exarado no Relatório 40/2017, de que não me parece haver elementos suficientes que permitam concluir por alguma irregularidade que se enquadre nos arts. 153 a 155 da Lei 6.404/76 no que tange à celebração do Distrato.

*Da comercialização de energia entre janeiro de 2014 e abril de 2015*

51. O recorrente afirma não ter sido possível identificar, nas demonstrações financeiras da Companhia, receitas provenientes da liquidação do contrato de curto prazo no período em que o contrato ficou vigente, de janeiro de 2014 a abril de 2015.
52. Questionada a respeito, a Companhia informou que, em 01.06.2013, a MMX e a ENEVA celebraram um aditivo ao Contrato de Curto Prazo (“Aditivo”) que reduziu o montante de energia contratado para o período de janeiro de 2014 a dezembro de 2015. Nesse aditivo, a Eneva se comprometeu a comercializar o montante reduzido de energia no mercado livre, tendo pago à Companhia o montante de R\$ 10.022.383,00 entre janeiro de 2014 e abril de 2015, registrado nas DFs da Companhia em “Outras receitas Operacionais”;
53. A celebração do aditivo se deu em 01.06.2013, no âmbito da redução das atividades da Companhia, de maneira que a redução nos volumes de energia contratados seria aparentemente condizente com a situação operacional descrita pela MMX para o período em análise.
54. Cabe ressaltar que, na época da assinatura do aditivo, o preço médio de liquidação de energia, conforme o site da CCEE<sup>[1]</sup> variava entre R\$ 207/MWh e R\$ 121,29/MWh, muito abaixo dos valores apresentados pelo recorrente para o ano de 2014 e próximo dos valores informados de contrato.
55. Assim, em um cenário em que a Companhia não precisaria da energia e os volumes não apresentavam ganhos significativos, não há elementos que permitam concluir que a celebração do Aditivo não tenha sido uma solução razoável, tendo a MMX optado por terceirizar à Eneva a atividade de liquidação por ainda não possuir estrutura para tal atividade.
56. Dessa forma, entendo que resta esclarecida a questão levantada pelo recorrente sobre esse ponto, não tendo sido possível identificar, a meu ver, irregularidades na conduta da Companhia em relação ao Contrato de Curto Prazo.

*Da capacidade da Eneva em cumprir os contratos*

57. O Recorrente discorda da informação de que a MPX não tinha conseguido comprovar lastro para o fornecimento da energia no contrato, tomando como base um comunicado conjunto da MMX e MPX, em que a MPX afirma que “teve uma oportunidade de comprar energia em um momento favorável de mercado”.
58. Aparentemente, o Recorrente associa a declaração da MPX em 03.05.2012 ao fornecimento de energia para o período de 2016 a 2018. Entretanto, não fica claro, no comunicado ao mercado em questão, que a Eneva, à época, MPX, estava se referindo ao contrato como um todo, mais especificamente ao período de 2016 a 2018.
59. Nesse sentido, é importante tomar a frase completa do Comunicado ao mercado a que se refere o recorrente:

“O fornecimento inicial de energia através da MPX Comercializadora de Energia, que

teve uma oportunidade de comprar energia em um momento favorável de mercado, permitirá a MPX buscar novas oportunidades comerciais para a energia adicional que pode ser gerada sem a necessidade de gás adicional (...)"

60. O Comunicado ao mercado não afirma que a MPX comprou energia para a totalidade do contrato assinado com a MMX, isso é um fato. A meu ver, a MPX está se referindo a uma oportunidade que teve de comprar energia barata que lhe possibilitaria buscar novas oportunidades comerciais, sem informar a que momento no tempo essa oportunidade de compra de energia barata estava associada.
61. Questionada sobre as comprovações de lastro que a MMX exigiu da Eneva, a Companhia afirmou que enviou notificação à Eneva solicitando que esta comprovasse o lastro necessário para cumprimento da sua obrigação de fornecimento de energia, não obtendo resposta quanto à garantia de fornecimento de energia necessária para assegurar o total cumprimento dos volumes futuros de energia.
62. No entendimento da Companhia, a ausência de resposta à solicitação de comprovação de capacidade de cumprimento do contrato por si só é forte indicativo de potencial incapacidade de cumprimento do mesmo.
63. De fato, ao não responder ativamente comprovando a capacidade de cumprir com suas obrigações, a Eneva deixou de comprovar o lastro necessário para garantir o fornecimento de energia entre 2016 e 2018. Se efetivamente tinha se referido a esse período no comunicado ao mercado em comento, bastaria responder à MMX citando as fontes de onde havia garantido o fornecimento de energia, o que não foi o caso.
64. Dessa forma, entendo que a afirmação do Recorrente, de que a Companhia "tinha energia sobrando para outros negócios" não é localizada no tempo e não pode ser associada ao período de 2016 a 2018 conforme afirma o recorrente.

### **III. CONCLUSÃO**

65. A análise da reclamação que originou o processo em referência resultou de uma série de diligências visando à obtenção de documentação que permitisse um razoável juízo quanto à regularidade dos procedimentos adotados pela Companhia e razoabilidade dos critérios que permearam a decisão da administração, considerando seus deveres fiduciários e os limites de atuação da supervisão no que se refere às decisões negociais. Nesse sentido, foram considerados pareceres de assessores externos contratados pela Companhia, atas dos órgãos sociais em que se deliberou sobre a matéria, contratos e comunicados ao mercado das companhias envolvidas.
66. Na presente análise foram abordadas diversas particularidades do caso em tela, tendo em vista os pontos levantados pelo Recorrente, mas que, a nosso ver, não foram relevantes para alterar a conclusão apresentada no Relatório 40/2017.
67. Assim sendo, sugiro o envio do presente processo à SGE, recomendando o seu posterior encaminhamento ao Colegiado, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03.

Atenciosamente,

Rodrigo Paiva Gonçalves

Analista

De acordo.

**À SEP,**

Rafael da Cruz Peixoto

Gerente de Acompanhamento de Empresas – 4 – em exercício

De acordo.

**À SGE,**

FERNANDO SOARES VIEIRA

Superintendente de Relações com Empresas

---

[1] [https://www.ccee.org.br/portal/faces/pages\\_publico/o-que-fazemos/como\\_ccee\\_atua/precos/precos\\_medios?\\_afLoop=5985227612329#!%40%40%3F\\_afLoop%3D5985227612329%26\\_adf.ctrl-state%3D1d36r5wexc\\_4](https://www.ccee.org.br/portal/faces/pages_publico/o-que-fazemos/como_ccee_atua/precos/precos_medios?_afLoop=5985227612329#!%40%40%3F_afLoop%3D5985227612329%26_adf.ctrl-state%3D1d36r5wexc_4)



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 23/02/2018, às 11:47, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Rafael da Cruz Peixoto, Gerente em exercício**, em 23/02/2018, às 12:20, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Rodrigo Paiva Gonçalves, Analista**, em 23/02/2018, às 12:21, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0440852** e o código CRC **AE2CB59F**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0440852** and the "Código CRC" **AE2CB59F**.*