



Belo Horizonte, 23 de fevereiro de 2024

**Assunto: Alternativas relacionadas à parceria entre a Companhia de Desenvolvimento Econômico de Minas Gerais – CODEMIG e a Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração – CBMM para a exploração de nióbio em Araxá**

**1. Introdução:**

A presente Nota Técnica tem como objetivo subsidiar a Secretaria de Estado de Fazenda de Minas Gerais – SEF/MG com informações acerca dos estudos conduzidos pela Companhia de Desenvolvimento Econômico de Minas Gerais — CODEMIG com o intuito de avaliar alternativas para a exploração de nióbio em Araxá, atualmente feita por intermédio de uma Sociedade em Conta de Participação (SCP) com a Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração — CBMM, visando o uso do ativo em possíveis arranjos envolvendo a renegociação da dívida do Estado de Minas Gerais com a União Federal (Projeto Colombo).

O documento está dividido em quatro partes, além desta introdução. Primeiramente, é feita uma contextualização acerca dos estudos conduzidos pela CODEMIG, com o auxílio de assessores financeiro e jurídico. Em seguida, são apresentados: uma rota de liquidez possível para o ativo; a avaliação preliminar dessa rota de liquidez; e, por fim, as etapas necessárias para implementar essa transação.

Ressaltamos que esta Nota Técnica: não pretende abordar todas as informações disponíveis sobre a CODEMIG, sobre a parceria com a CBMM ou sobre o mercado de nióbio, devendo ser interpretada apenas no âmbito de seu objetivo, qual seja, apresentar informações para a SEF/MG; poderá ser complementada e/ou ajustada no futuro, a depender da evolução das negociações envolvendo o ativo e de outros estudos que a CODEMIG possa realizar; e apresenta informações sigilosas, inclusive sobre a expectativa de valores de ativos que poderão ser negociados no mercado e, portanto, não deve ser compartilhada com terceiros que não estejam estritamente relacionados ao objetivo do documento.

**2. Contexto:**



Com o intuito de oferecer caminhos viáveis e oportunos para o Estado de Minas Gerais envolvendo o ativo em tela, a CODEMIG contratou:

- I. Em maio de 2022, o Banco Goldman Sachs como assessor financeiro, dividindo o escopo contratado em duas etapas, quais sejam: a elaboração do Estudo das Alternativas Estratégicas e, posteriormente, a realização da transação selecionada pela CODEMIG, tendo em vista aspectos de vantajosidade e outros aspectos legais; e
- II. Em janeiro de 2023, o escritório Coimbra, Chaves & Batista Advogados — CCBA com o objetivo de endereçar os aspectos tributários, societários, contratuais e regulatórios decorrentes de uma operação financeira envolvendo o ativo, a fim de mitigar potenciais riscos jurídicos e de subsidiar as decisões da CODEMIG relativas à eventual implementação de uma operação financeira.

A contratação do Banco Goldman Sachs foi feita por meio do envio de requisição de proposta para treze instituições selecionadas tendo como critério o *ranking* da Bloomberg para ofertas de *equity* no Brasil (com exceção do Itaú BBA, por eventual conflito de interesse), como Bradesco BBI, JP Morgan, BTG Pactual e Bank of America. Dos treze consultados, apenas quatro instituições responderam à requisição. A contratação do CCBA seguiu o mesmo procedimento, com o envio de requisição de proposta para cinco escritórios de renome na área tributária e societária: Lacaz & Martins, Mattos Filho, Sacha Calmon e Bichara Advogados, além do próprio CCBA. Dos cinco consultados, apenas três escritórios tiveram interesse em enviar proposta. Em ambos os casos, foram analisadas todas as propostas recebidas e a escolha do contratado foi referendada pelo Conselho de Administração da CODEMIG, com base em critérios objetivos: atendimento do problema colocado pela proposta e prazo e preço adequados com a prática de mercado.

A elaboração do Estudo de Alternativas Estratégicas, etapa preliminar à transação em si, teve como objetivo avaliar diversos formatos de transação possíveis, com o intuito de indicar qual seria o caminho mais vantajoso para o ativo, do ponto de vista econômico-financeiro. Essa etapa faz-se necessária em virtude do aspecto da vantajosidade na celebração de parcerias no âmbito das empresas públicas, tendo como base o artigo 28, §3º, I e II, e § 4º da Lei Federal nº 13.303/16, a que se submete a CODEMIG. Ademais, cabe esclarecer que a Escritura Pública



vigente desde 1972, que rege a atual parceria, prevê taxativamente as hipóteses de rescisão antecipada e, portanto, nenhuma das partes poderá rescindi-la de forma imotivada, ou seja, uma reforma da atual parceria requer necessariamente mútuo acordo entre a CODEMIG e a CBMM.

A próxima etapa do trabalho com o assessor financeiro seria a negociação com potenciais investidores e a operacionalização da transação, até seu fechamento. O início dessa etapa pressupõe, notadamente, que seja escolhido um modelo de transação pela CODEMIG. Essa escolha, entretanto, deve considerar, além da vantajosidade financeira, aspectos societários, tributários e legais. Portanto, a contratação do assessor jurídico é complementar à contratação do assessor financeiro.

### **3. Potencial rota de liquidez**

Conforme conclusão do Estudo de Alternativas, as opções de exploração do ativo ligadas a algum tipo de parceria com a CBMM resultam em maior valor presente líquido para a CODEMIG, principalmente pelo fato de a CBMM ser a líder de mercado e de a operação gerar fluxo de caixa positivo e suficiente para financiar investimentos futuros, enquanto outro tipo de associação (novo parceiro) pressupõe investimentos elevados (saldo negativo de caixa). Logo, conclui-se que, para capturar o máximo de valor do ativo, há que se falar na renovação da parceria atual para além de 2032, ainda que em formato distinto em relação ao atual. Notadamente, esse destravamento de valor pressupõe uma negociação com a atual parceira, não havendo garantias acerca da manutenção das condições atualmente vigentes, que claramente são vantajosas para a CODEMIG.

Superada a questão da vantajosidade de se manter uma parceria com a CBMM, apresentam-se algumas possíveis rotas de liquidez para o ativo, como: alienação do direito minerário; adiantamento de recebíveis; e alienação da entidade detentora do direito minerário (CODEMIG), em negociação privada ou no mercado de capitais.

Uma alternativa que tem ganhado força entre os agentes políticos envolvidos na negociação do uso desse ativo como maneira de reduzir a dívida do Estado de Minas Gerais com a União Federal é a denominada “federalização”. Em termos simples, trata-se da cessão do fluxo de dividendos da CODEMIG, que atualmente é pago aos acionistas da Companhia (EMG e CODEMGE), para os



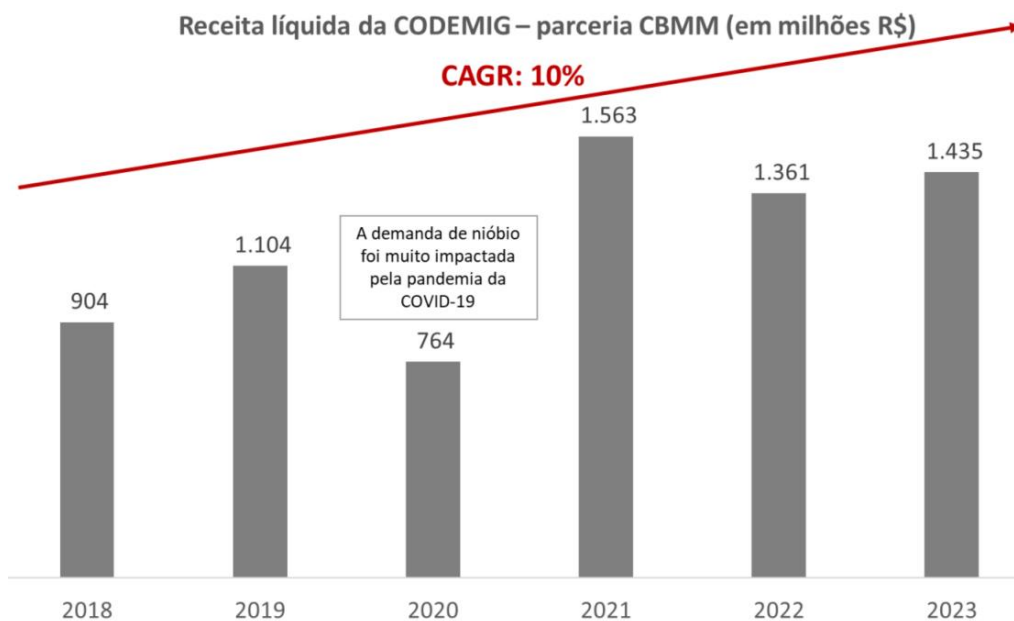
cofres da União e, em troca, o valor presente líquido desse fluxo seria abatido da dívida ativa do Estado.

Cabe esclarecer que a CODEMIG tem ações ordinárias e preferenciais, conforme disposto no art. 7º de seu Estatuto Social. Naturalmente, as ações ordinárias têm direito a voto, enquanto as ações preferenciais, conforme expresso no artigo 7º, §4º, do Estatuto Social da CODEMIG, fazem jus ao recebimento de dividendos fixos e prioritários, em valor equivalente a 25% (vinte e cinco por cento) do resultado da SCP. Ou seja, todos os resultados devidos à CODEMIG no âmbito da SCP devem ser distribuídos exclusivamente aos titulares das ações preferenciais.

Dessa maneira, a alternativa da “federalização” pode ser operacionalizada por meio da constituição de usufruto sobre as ações preferenciais da CODEMIG, de maneira a ceder à União o direito ao recebimento dos dividendos atrelados a essas ações preferenciais, ou seja, os 25% do resultado da SCP.

#### 4. Dados históricos e avaliação financeira preliminar do ativo

A parceria com a CBMM apresenta resultados relevantes e consistentes, com receita líquida de mais de R\$ 1,4 bilhão em 2023 e taxa de crescimento anual composta (CAGR) de 10% nos últimos cinco anos:



FONTE: Demonstrações Financeiras da CODEMIG



A demanda mundial de nióbio foi fortemente impactada pela pandemia da Covid-19 em 2020, que é um ano com resultado atípico na série histórica. A redução da receita em 2022, com relação à 2021, deve-se, principalmente, ao impacto negativo derivado da redução em 12% no volume das vendas da CBMM em função de variáveis externas como o conflito entre Rússia e Ucrânia e a política zero Covid na China.

Cabe, também, uma contextualização do histórico financeiro e operacional da CBMM. A companhia conta com capacidade instalada para produzir 150 mil toneladas de ferro-nióbio (FeNb) anualmente e sua produção anual máxima foi de 114 mil toneladas, em 2019, tendo, portanto, capacidade ociosa e possibilidade de aumentar sua produção, atendendo à demanda internacional. A liga de FeNb corresponde a quase 95% do volume de vendas da CBMM (cerca de 92% de suas receitas brutas), sendo que os óxidos de nióbio correspondem a cerca de 3% e as ligas especiais, a cerca de 2%. O mix de produtos da companhia tem-se mantido estável nos últimos anos. Apenas 5% da produção da companhia fica no Brasil, sendo o mercado externo seu principal cliente. Dessa maneira, a CBMM detém mais de 80% do mercado de FeNb do mundo.

A avaliação preliminar da cessão dos direitos econômicos das ações preferenciais da CODEMIG à União corresponde ao valor presente líquido dos lucros da SCP pagos à CODEMIG. A avaliação aqui apresentada, desenvolvida pela equipe da CODEMIG, considera:

- A manutenção das condições atuais da parceria entre CBMM e CODEMIG, inclusive após 2032 (prazo de vigência da Escritura Pública), ou seja, recebimento mensal de caixa relativo a 25% do resultado da SCP;
- A avaliação foi feita com base no método do fluxo de caixa descontado, por meio do fluxo de caixa da SCP até 2032 e, após o período de projeção, foi considerado também o fluxo de caixa da perpetuidade:

$$\text{Valor residual} = \frac{FCFn + 1}{WACC - g(\text{perp})}$$

- Considera-se crescimento médio anual de 10% do resultado operacional da SCP até 2032, o que pressupõe alteração do mix de produtos atual da CBMM, com crescimento gradual da participação de produtos com maior valor agregado (óxidos de nióbio), aproveitando avenidas de crescimento relacionadas ao mercado de baterias, por exemplo. Após 2032, considera-se crescimento médio anual de 5% do resultado da SCP;



- Custo médio ponderado do capital de 9% para todo o período;
- Não são consideradas alterações na política tributária atual, sendo mantidas as alíquotas atualmente aplicáveis.

<b>Resumo – parâmetros da avaliação</b>	
WACC	9%
Taxa crescimento (g)	10% a.a.
Taxa crescimento perpetuidade	5% a.a.

Considerando as premissas aqui adotadas, conclui-se que o valor presente líquido dos dividendos da SCP a que a CODEMIG faz jus podem chegar a R\$ 59 bilhões.

#### **5. Implementação da “federalização”**

A operacionalização dessa alternativa pressupõe a realização de quatro etapas fundamentais e uma facultativa, esta não recomendada pelo CCBA. As quatro etapas são apresentadas resumidamente a seguir (o detalhamento de cada etapa e seus riscos são tratados no parecer entregue pelo CCBA e já enviado à SEF/MG, por meio do processo SEI nº 5010.01.0000025/2023-10).

- 5.1. Etapa 1 (facultativa e não recomendada) – Reorganização societária da CODEMIG: consiste em isolar o “negócio nióbio” (direito minerário e participação na SCP) dos demais ativos e passivos detidos pela CODEMIG, por meio de cisão parcial da CODEMIG. Essa etapa pode atrair riscos relativos à incidência de IRPJ/CSLL sobre o possível ganho de capital caracterizado em relação à diferença entre o valor de mercado do patrimônio cindido e o seu valor histórico, bem como pode atrair risco relativo à cobrança de ITBI sobre a referida diferença. Ademais, deverá ser respaldada por autorização legislativa específica, conforme exigência da CEMG/1989. Portanto, entende-se que os possíveis riscos são mais elevados que os potenciais benefícios de uma cisão da CODEMIG.
- 5.2. Etapa 2 – Renovação (ou reforma) da Escritura Pública: essa etapa tem como objetivo aumentar o valor do ativo negociado, por meio da prorrogação do prazo de vigência da parceria, atualmente vigente até 2032. Necessariamente, pressupõe-se aqui negociação com a CBMM, não havendo garantias acerca da manutenção das condições atualmente



verificadas. Importante destacar que, independentemente de haver renovação da atual Escritura ou novo arranjo de parceria entre as partes, a prorrogação do arrendamento mineralício deverá ser registrada na Agência Nacional de Mineração (ANM), estando sujeita às disposições da Seção III (artigos 130 a 153) da Portaria ANM nº 155/2016. Ainda, conforme art. 141 da referida Portaria, o arrendamento deverá ser firmado por prazo de vigência de até 30 (trinta) anos, que é o prazo máximo pelo qual os contratos de arrendamento de direito mineralício podem ser averbados na ANM. Por fim, destaca-se novamente que essa renovação configura hipóteses de parceria empresarial em razão de oportunidades de negócio, sendo necessária verificar sua vantajosidade.

5.3. Etapa 3 – Redução de capital da CODEMGE: tendo em vista que atualmente 51% das ações da CODEMIG são detidas pela CODEMGE, empresa pública que, por sua vez, é controlada pelo Estado de Minas Gerais, recomenda-se que, antes da constituição do usufruto em favor da União, todas as ações da CODEMIG passem a ser de titularidade do ente devedor da União, ou seja, o EMG. Isso pode ser operacionalizado por meio de redução do capital social da CODEMGE, mediante Assembleia Geral Extraordinária dos acionistas da CODEMGE.

5.4. Etapa 4 – Constituição do usufruto: em posse de todas as ações da CODEMIG, o EMG deverá negociar os termos e condições da operação com a União Federal e, chegando as partes a um acordo, a contratação deverá ser formalizada por meio de um instrumento de constituição de usufruto oneroso a ser assinado pelo EMG, pela União Federal e pela CODEMIG, como interveniente anuente. Importante destacar o disposto no art. 1.410 do Código Civil, que estabelece um limite temporal de 30 (trinta) anos para o usufruto de bens imóveis. Embora o usufruto em tela não seja de bem imóvel, a doutrina atual tende a aplicar esse limite para todo usufruto constituído em favor de pessoa jurídica.

5.5. Etapa 5 – Extinção do usufruto: os documentos da operação deverão, por fim, prever a extinção do usufruto, que será subsequente ao fim de seu prazo de vigência.

Ressalta-se que, com exceção da etapa facultativa, pode-se interpretar que as demais etapas não requerem autorização legislativa específica. Ademais, por se tratar da transferência de um direito de recebimento de recursos à União, sendo que a CODEMIG permanecerá uma empresa pública controlada pelo Estado de Minas Gerais, não há privatização da companhia, afastando a



aplicação do art. 87 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT) da Constituição do Estado de Minas Gerais de 1989 – CEMG/1989.

Dessa maneira, conclui-se que os estudos conduzidos pela CODEMIG apresentam uma alternativa viável de uso do ativo ligado à exploração de nióbio em Araxá no âmbito da negociação entre o Estado de Minas Gerais e a União Federal.

**Thiago Coelho Toscano**  
**Diretor Presidente da Codemig e Codemge**