



---

## Desfazer-se de ativos é a melhor estratégia?

**Alexandre Costa de Andrade.** Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais. MBA em Gestão Financeira e Controladoria pelo Senac Minas. [Alexandrepem50@hotmail.com](mailto:Alexandrepem50@hotmail.com)

**Victor Silva Corrêa.** Doutor em Administração pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Professor do MBA Senac Minas. Professor Titular do Programa de Pós-Graduação (Mestrado/Doutorado) em Administração da Universidade Paulista – UNIP. [victorsilvacorrea@yahoo.com.br](mailto:victorsilvacorrea@yahoo.com.br)

---

### Resumo

O caso narra a história de Henrique Luís, diretor financeiro da Companhia Energética Ilumina, e tem como objetivo discutir qual a melhor saída para os problemas financeiros enfrentados nos últimos anos em decorrência de acontecimentos como: baixa arrecadação de receitas, efeitos da pandemia de Covid-19, instabilidades políticas e da crescente inadimplência dos consumidores. O texto traz o dilema sobre realizar, ou não, a venda do edifício sede da organização para reduzir custos de manutenção e quitar dívidas em geral com fornecedores e prestadores de serviços. A partir deste estudo de caso o aluno poderá desenvolver habilidades de como montar a melhor estratégia para sair de uma situação de endividamento e alcançar a estabilidade econômica, manter os níveis operacionais normais da organização e equalizar o fluxo de entrada e saída de recursos. O caso é recomendado para estudantes dos cursos de graduação e pós-graduação nas áreas de Administração, Ciências Contábeis, Economia e Processos Gerenciais.

### 1.Introdução

Henrique Luís, diretor financeiro da Companhia Energética Ilumina, uma sociedade de economia mista responsável por parte da geração e transmissão de energia elétrica no Estado do Rio de Janeiro, encontrava-se pensativo em seu escritório. O presidente da empresa, senhor Herman Bitencourt, após reunião realizada com o Conselho de Administração, havia passado a ele a tarefa de fazer um levantamento de viabilidade de venda da atual sede, um prédio próprio de 21 andares, adquirido em 1952 e avaliado atualmente em 40 milhões de reais. O edifício

fazia parte da história da empresa e era um ponto de referência importante no município, além de transparecer imponência e refletir a força da marca da organização. Os funcionários, principalmente os mais antigos, tinham grande estima por aquele local e por tudo o que ele representava.

A organização, naquele momento, estava com uma situação financeira delicada. Os anos de 2020 e 2021 não corresponderam às expectativas do planejamento de médio prazo traçado há cinco anos. Variáveis inesperadas, como a pandemia causada pelo Covid-19 e a instabilidade política do país, associada a uma crescente inflação que, por consequência, obrigou o Banco Central a elevar a taxa básica de juros do mercado (SELIC), impactaram drasticamente os resultados nesse período. Dados do Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) mostraram que o consumo de energia caiu cerca de 26% em 2020, quando comparado com os anos de 2018 e 2019. Ademais, a resolução 878/2020 da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) trouxe medidas de proteção ao consumidor, proibindo a suspensão do fornecimento de energia em casos de inadimplência.

Assim, a proposta de venda da atual sede é fruto de uma política de contingenciamento de gastos e desinvestimento para enfrentar o momento de crise. Também está associada a uma reformulação de execução das atividades realizadas pelos funcionários dos setores administrativos, uma vez que o trabalho em regime *home-office* se tornou uma realidade vantajosa para a empresa e bem avaliada por parte dos colaboradores. Em seu último levantamento dos efeitos do trabalho remoto sobre os dispêndios mensais com o prédio e funcionários, Henrique Luís concluiu que houve redução de 20% de custos de manutenções diversas, 40% de redução de gastos com energia elétrica, água e material de escritório e 50% de redução de gastos com aquisição de vales-transportes. No entanto, a queda desses custos não foi capaz de cobrir os impactos da baixa arrecadação e o Conselho de Administração estava insatisfeito com a manutenção de uma estrutura física ociosa em 11 andares do edifício.

## **2. Antecedentes**

O dia era 27 de fevereiro de 2020 e o senhor Henrique Luís, diretor financeiro de uma grande empresa do setor energético, chegou em seu escritório. Como de costume, antes de iniciar suas atividades diárias, abriu os principais *sites* de notícias de seu país para se atualizar. Gostava de acompanhar os acontecimentos da área política, até porque trabalhava em uma empresa que tinha 51% de suas ações pertencentes ao Estado, o que impactava bastante as decisões estratégicas a serem tomadas. No entanto, a capa do jornal trazia a seguinte manchete:

“Coronavírus: Brasil confirma primeiro caso da doença”. Henrique Luís tinha plena consciência de que a situação estava delicada em países asiáticos, como China e Japão. No entanto, era difícil prever os impactos dessa doença em países da América Latina. Se realmente chegasse de forma abrupta, como o Brasil reagiria no caso de uma situação de crise na saúde pública?

Logo em seguida, passou a ler a sessão de economia, que trazia as atualizações dos diversos mercados pelo mundo. Ficou momentaneamente anestesiado com o que estava lendo: “Empresas listadas na bolsa de SP perdem R\$ 290 bilhões em valor de mercado”. A reportagem continuava: “... A Bolsa de Valores de SP (B3) abriu em queda forte e o principal índice de lucratividade, o Ibovespa, fechou com desvalorização de 7%, aos 105.718 pontos. O dólar subiu 1,12%, cotado a R\$ 4,44, renovando o recorde histórico”. Sua preocupação aumentava gradativamente conforme a leitura avançava. A empresa Ilumina possuía uma dívida em moeda estrangeira que, convertida em moeda nacional, estava na casa de 7,6 bilhões de reais. A valorização do dólar em relação ao real provocaria um crescimento exponencial desse endividamento e, certamente, impactaria bastante a saúde financeira em médio e longo prazo. Ademais, a dívida interna com fornecedores e prestadores de serviços, parceiros fundamentais para manutenção das operações, girava em torno de 80 milhões de reais, com vencimento previsto para os próximos 36 meses.

Diante desta situação, Henrique Luís achou prudente convocar uma reunião para debater com outros tomadores de decisões da empresa o cenário nebuloso que se apresentava. Em outras oportunidades, o diretor de relações com investidores, Valter Bernard, já havia dado pronunciamento favorável à venda do edifício como forma de contenção de despesas, opinião esta compatível com os interesses do principal controlador da organização: o próprio Estado. O assessor especial da presidência, Alexandre Bedrone, também estava alinhado com essa ideia e já era sabido que um plano agressivo, envolvendo o processo de privatização da Companhia, estava prestes a se tornar realidade. Todas essas variáveis exigiriam dos gestores ações rápidas e bem organizadas para lidar com as incertezas e com as mudanças que estavam por vir.

### **3. Contexto atual da Companhia Ilumina**

A Companhia Energética Ilumina possui uma capacidade total instalada de 6 mil MW, é dona de quase 5 mil quilômetros de linhas de transmissão, e está presente em aproximadamente 22 estados, atendendo aproximadamente 18 milhões de pessoas. Sua sede está localizada no município do Rio de Janeiro, e conta com aproximadamente 5 mil funcionários próprios e outros 15 mil terceirizados.

Por se tratar de uma sociedade de economia mista, a maior parte de seu capital social (51%) pertence ao Estado, e os outros 49% das ações ordinárias são negociadas nas bolsas de valores de São Paulo, Nova Iorque e Madri. Atua nas áreas de geração, transmissão, comercialização e distribuição de energia elétrica, além de produzir projetos de pesquisas na busca de novas soluções energéticas, e atuar no mercado de distribuição de gás natural.

Atualmente, a empresa possui cerca de 8,9 milhões de clientes faturados, sendo 8.908.118 consumidores finais e 429 agentes do setor elétrico brasileiro. Em 2022 intensificou as ações de combate à inadimplência para tentar reverter quedas de arrecadação ocorridas em 2020 e 2021. Os custos operacionais foram de R\$ 6,40 bilhões no 1T22, valor 11,5% superior ao mesmo período em 2021, em função, principalmente, do aumento de gás comprado para revenda, custos de construção de infraestrutura, provisões e encargos de uso da rede básica de transmissão.

O ativo imobilizado da empresa é composto por terrenos avaliados em 220 milhões de reais, reservatórios, barragens e adutoras avaliados em 943 milhões de reais, edificações na ordem de 248 milhões de reais, além de máquinas e equipamentos que somam 696 milhões de reais. Ademais, a Companhia reconhece em seu ativo intangível direitos de autorização de distribuição de gás, direitos de autorização de geração de energia eólica, entre outros.

#### **4. Pandemia e fatores internos que impactaram os negócios da empresa**

A pandemia de Covid-19 exigiu de empresas em todo o mundo medidas rápidas para adequar seus negócios ao cenário de calamidade pública que se apresentava. Com o setor elétrico brasileiro não foi diferente, visto que ele foi atingido pela redução na demanda de energia, aumento da inadimplência dos consumidores, redução de investimentos e elevação dos custos de manutenção nas redes de distribuição. O fechamento de segmentos industriais, responsáveis por grande parte da energia consumida no país, reduziu consideravelmente as receitas do setor. A Companhia Ilumina, que no primeiro trimestre do ano de 2019 havia apresentado lucro líquido acima de 700 milhões de reais, passou a ter um prejuízo líquido no primeiro trimestre de 2020 acima de 56 milhões de reais. Algumas medidas governamentais foram implementadas para conter os impactos sociais gerados pelo avanço da Covid-19, mas em contrapartida, oneraram a organização. Dentre elas é possível citar:

- Edição, em 8 de abril de 2020, da Medida Provisória nº 950/2020, que prevê desconto de 100% no cálculo da Tarifa Social de Energia Elétrica, no período de 1º de abril a 30

de junho de 2020, para os consumidores enquadrados na subclasse residencial baixa renda, com parcela de consumo de energia elétrica inferior ou igual a 220 kWh/mês.

- Implementação de medidas visando manter o serviço público de distribuição de energia, por meio da Resolução Aneel 878/2020, de 24 de março de 2020, incluindo a vedação ao corte de energia devido à inadimplência, por 90 dias, para algumas classes de consumidores (residenciais, urbanas e rurais).

Fatores econômicos relacionados, ou não, à pandemia de Covid-19 também afetaram o desempenho da empresa. O consumo de energia industrial atualmente representa cerca de 43,8% da energia distribuída pela Companhia Ilumina e totalizou 4.844.386 MWh no primeiro trimestre de 2020, com redução de 3,0% em relação ao mesmo período do ano anterior. A energia consumida pelos clientes cativos, aqueles que utilizam apenas a energia da distribuidora que atende sua área geográfica, totalizou 472.440 MWh no primeiro trimestre de 2020, uma redução de 26,3% em relação ao primeiro trimestre de 2019. O segmento cativo foi afetado pela forte redução no número de consumidores (-58,4%), com 41.978 unidades consumidoras a menos do que em março de 2019. O setor rural também apresentou redução de 10,0% de janeiro a março de 2020 em relação ao mesmo período do ano anterior, devido, principalmente, ao recadastramento de unidades consumidoras com redução de 15.309 unidades (-2,2%). Houve, também, uma redução de 32,0% no consumo do segmento de irrigação, reflexo de queda na produção associada a um volume de chuvas insatisfatório no período.

## **5. Custos e despesas operacionais da Organização (em R\$ milhares de reais)**

Os custos e despesas operacionais totais da Companhia Ilumina, no primeiro trimestre de 2019, foram de R\$ 4.750.116, sendo que em 2020 passou para R\$ 5.018.263, representando um aumento de 5,6%. Esse resultado foi fortemente impactado pelos custos de energia comprados para revenda, que passaram de R\$ 2.594.181 para R\$ 2.814.495, e pelos custos de construção e infraestrutura, que passaram de R\$ 199.118 para R\$ 310.271, ou seja, aumento este de 55,8%. O impacto de obrigações pós-emprego no resultado operacional representou uma despesa de R\$ 105.405 no primeiro trimestre de 2020, em comparação a uma despesa de R\$ 100.909 no mesmo período de 2019, influenciado, principalmente, por um plano de demissão voluntária implementado pela organização.

### Quadro 1: Custos e despesas operacionais

Consolidado - em R\$ milhares	Jan a Mar/2020	Jan a Mar/2019	%
<b>OPERAÇÕES EM CONTINUIDADE</b>			
<b>RECEITA LÍQUIDA</b>	<b>6.059.215</b>	<b>5.913.178</b>	<b>2,5%</b>
<b>CUSTOS E DESPESAS OPERACIONAIS</b>			
Pessoal	311.606	365.041	-14,6%
Participação dos empregados e administradores no resultado	25.840	66.037	-60,9%
Obrigações pós-emprego	105.405	100.909	4,5%
Materiais	18.625	20.490	-9,1%
Serviços de terceiros	299.081	283.728	5,4%
Energia elétrica comprada para revenda	2.814.495	2.594.181	8,5%
Depreciação e amortização	242.752	230.896	5,1%
Provisões e ajustes para perdas operacionais	159.116	109.006	46,0%
Encargos de uso da rede básica de transmissão	365.012	333.796	9,4%
Gás comprado para revenda	311.925	394.982	-21,0%
Custos de construção da infraestrutura	310.271	199.118	55,8%
Outras despesas operacionais líquidas	54.135	51.932	4,2%
	<b>5.018.263</b>	<b>4.750.116</b>	<b>5,6%</b>

Fonte: Dados coletados na empresa

É preciso frisar que o início do ano de 2020 foi marcado pelo elevado grau de incertezas no âmbito social e econômico no cenário nacional e internacional, com a proliferação da crise de saúde pública ao redor do mundo. Em virtude disso, o nível de inadimplência foi 4% superior ao registrado em 2019. O quadro abaixo demonstra o saldo para perdas esperadas com créditos de liquidação duvidosa por classe de cliente:

### Quadro 2: Créditos de liquidação duvidosa

Consolidado	31/03/2020	31/12/2019
Residencial	135.607	131.011
Industrial	207.520	197.229
Comércio, serviços e outras	169.076	161.141
Rural	30.322	31.919
Poder público	227.612	200.530
Iluminação pública	2.168	2.045
Serviço público	33.078	31.063
Encargos de uso de rede – TUSD	54.787	54.787
	<b>860.170</b>	<b>809.725</b>

Fonte: Dados coletados na empresa

Para tentar mitigar os impactos em decorrência da pandemia, reduzir os custos operacionais e a taxa de inadimplência, a Companhia Ilumina lançou iniciativas para manter a capacidade de pagamento de seus clientes, como novos canais de pagamento e facilitação de

negociações. Também adotou uma política de desinvestimento para reduzir o número de ativos imobilizados, inclusive com a proposta de venda de seu edifício sede.

## 6. Situação-problema

A reunião convocada por Henrique Luís ocorreu no dia 12 de março de 2020, um dia após a Organização Mundial da Saúde (OMS) declarar a pandemia de Coronavírus; contava com a presença do diretor de relações com investidores, Valter Bernard, o diretor de comunicação, Graciliano Polat, a diretora de operações, Fabiana Prado, e o diretor de recursos humanos, Hudson Faustino. Também estava presente o assessor especial da presidência da Companhia, Alexandre Bedrone, enviado pelo diretor-presidente, Herman Bitencourt, para representá-lo. Henrique Luís iniciou os trabalhos apresentando a situação de crise e os impactos que a Companhia certamente iria vivenciar face às novas informações divulgadas pela mídia:

- Boa tarde! O motivo desta convocação de emergência se deve à gravidade da situação que o surto dessa nova doença, o Covid-19, está provocando ao redor do planeta. Como é do conhecimento de todos, países como China e Japão estão enfrentando problemas seríssimos e já começaram a tomar medidas de isolamento. Os mercados estão abalados e as bolsas de valores estão despencando. Precisamos criar um comitê de crise para enfrentar essa situação.

O diretor de relações com investidores imediatamente se manifestou:

- O problema é realmente muito maior do que havíamos previsto. Apenas no dia de hoje tivemos dois *circuit breakers* em nossa bolsa de valores. O Ibovespa despencou 14,78%, sendo a maior queda em quase 22 anos. Para aqueles que não são da área eu explico: em situações em que o Ibovespa apresenta queda de 10% sobre o valor de fechamento do dia anterior, são interrompidas todas as negociações da B3. Instalou-se um pânico generalizado e os investidores estão vendo seus papéis derreterem, inclusive as ações de nossa empresa estão caindo de maneira abrupta.

Henrique Luís continuou:

- Além da queda das ações, nossa empresa possui um índice de endividamento que, devido à alta dos juros e à desvalorização do real frente ao dólar, está crescendo de maneira exponencial. Infelizmente, se não tomarmos uma medida para frear essa ascensão da dívida, nossa empresa poderá estar fadada à falência. Devemos hoje cerca de 7,6 bilhões de reais cotados em moeda estrangeira com vencimento nos próximos 60 meses. A expectativa é que

esse valor passe para aproximadamente 8 bilhões em 24 meses. Nossa dívida consolidada é de cerca de 15 bilhões de reais, incremento este que se deve, também, aos encargos financeiros capitalizados no período. Nosso faturamento anual é, em média, 5 bilhões de reais e nossos custos de produção estão na ordem de 4 bilhões de reais ao ano. Devemos levar em consideração que, se for decretado *lockdown*, assim como estamos vendo nos países europeus, nossa arrecadação cairá para valores nunca vistos anteriormente, além de projetarmos um aumento da inadimplência de nossos clientes.

Hudson Faustino se manifestou:

- Empresas do setor automobilístico e outras organizações industriais são responsáveis por 44% do consumo de toda a energia que produzimos. Infelizmente, já tenho conhecimento de que as montadoras Fiat Automóveis, GM Motors, Ford e a siderúrgica Gerdau já planejam dar férias coletivas para seus funcionários que trabalham nos setores operacionais. Os colaboradores das áreas administrativas estão sendo enviados para suas casas e irão trabalhar sob o regime de *Home Office*. Como responsável pelo setor de RH de nossa empresa, afirmo que precisamos nos planejar para seguir os mesmos passos.

Henrique Luís tomou a palavra:

- De fato, tais adequações também são importantíssimas. Precisamos dar início o mais rápido possível.

Alexandre Bedrone prontamente se manifestou:

- Boa tarde a todos! Antes de mais nada, gostaria de informar que o Dr. Herman Bitencourt está ciente da gravidade da situação. Infelizmente, não pôde comparecer, pois está em uma reunião em Brasília, com o Ministro de Minas e Energia para debater questões estratégicas do setor, e, também, de interesses de nossa Companhia. Em decorrência de uma reunião já realizada com Conselho de Administração, o doutor Heman me deixou a incumbência de trazer como alternativa a realização da venda de alguns ativos da empresa para quitarmos parte da dívida. Está evidente que não há outra saída para conter a alta dos juros e a desvalorização de nossa moeda. Nós podemos tentar renegociar com os nossos credores, mas, mesmo que consigamos um prazo maior de pagamento, não vejo perspectiva de melhora na arrecadação nos próximos dois anos. Henrique, peço que, inicialmente, faça um levantamento da viabilidade de venda do edifício sede. Preciso, também, da projeção dos vários cenários possíveis para que o Conselho de Administração possa tomar a melhor decisão. Obviamente,

não vamos conseguir dispor de um ativo de valor tão alto em um período recorde, mas a intenção é deixar pronto o estudo de viabilidade para, talvez, conseguirmos a realização deste ativo até o ano de 2022. Em um segundo momento, iremos avaliar a necessidade de desfazer de outros terrenos, e, talvez, até parte de nosso maquinário. Concomitante a isso, o senhor Hudson deverá montar uma estratégia, juntamente com nosso departamento de tecnologia da informação, para passar parte dos funcionários dos setores administrativos para o regime de teletrabalho. Declaro que o Comitê de enfrentamento à crise está oficialmente criado e cada um de vocês serão membros efetivos.

Desse dia em diante, o diretor financeiro Henrique Luís passou a trabalhar integralmente para levantar os dados necessários para atender as demandas do diretor-presidente. Em sua cabeça, rememorava diariamente toda a história daquela empresa, desde sua fundação, em 1952, dos tempos áureos de grande desenvolvimento e altas taxas de lucratividade, até o atual momento de crise. A venda do edifício sede seria um acontecimento histórico, pois não se tratava de um simples prédio em um centro urbano, mas um ponto de referência marcante na história da cidade e seus moradores. Todos os que por ali passavam admiravam a imponência da Companhia Ilumina, empresa que participara ativamente e fomentara o desenvolvimento econômico daquele estado. Henrique Luís pensava: “vender este edifício pode sinalizar para o mercado que a empresa não foi bem gerenciada ou tenha falhado em seus aspectos de governança. Além disso, corremos o risco de perder novos investidores. Por outro lado, se não conseguirmos reduzir nosso endividamento, a situação financeira da Companhia será insustentável nos próximos cinco anos. Que dilema! Preciso de dados confiáveis para que o Conselho tome a melhor decisão”.

### **6.1 - O estudo de viabilidade**

Desde o início da pandemia, dois anos se passaram e a Companhia Ilumina, assim como empresas de todo o mundo, foram obrigadas a adequar a operacionalização de suas atividades. Inúmeras reuniões, como a ocorrida no dia 12 de março de 2020, já haviam sido realizadas para discutir as estratégias de redução de dívidas e dos custos de manutenção da empresa como um todo. Finalmente, o estudo de viabilidade de venda da sede da empresa seria apresentado, já que a estratégia de transferir parte dos trabalhadores para o regime de teletrabalho foi concretizada com sucesso.

Henrique Luís concluiu seu relatório e os seguintes resultados do estudo de viabilidade foram enviados para o doutor Herman Bitencourt:

- a adoção do teletrabalho acarretou a redução de 20% de custos de manutenções diversas do edifício;
- foi possível reduzir em 40% os gastos com energia elétrica, água e material de escritório;
- caíram 50% os gastos com aquisição de vales-transportes para funcionários;
- em valores monetários, economizamos em média 5 milhões de reais por ano;
- a utilização atual do imóvel é de 11 andares de um total de 21, ou seja, 52% de sua capacidade;
- o edifício como um todo, considerando a totalidade dos andares, está avaliado em 40 milhões de reais;
- os custos para concretização da venda estão avaliados em cerca de 3 milhões de reais. Logo, a receita líquida de venda é estimada em 37 milhões de reais;
- caso a empresa opte por manter o edifício em sua propriedade e utilizá-lo apenas parcialmente, alugando os 10 andares que estão ociosos, teria uma receita líquida mensal de 200 mil reais;
- caso a empresa opte por vender o edifício e adquirir um imóvel menor e mais barato, em uma região menos valorizada, o preço médio para aquisição está na faixa de 15 milhões de reais.

Diante dos dados apresentados por Henrique Luís, o doutor Herman Bitencourt acionou o Conselho de Administração da Companhia para, mais uma vez, analisar a situação. A tomada de decisão precisava ser agilizada, pois a contabilidade já havia evidenciado que os prazos de vencimento das dívidas de curto prazo estavam próximos e os maiores fornecedores e prestadores de serviços não estavam dispostos a renegociar. A Companhia contava com cerca de 15 mil colaboradores terceirizados que executavam toda a parte operacional de construção e manutenção da rede de transmissão, e, caso houvesse paralização dos serviços, o sistema poderia entrar em colapso. Não bastasse a pressão dos fornecedores e prestadores de serviços, a empresa ainda contava com a pressão política do governo do Estado. Como era uma sociedade de economia mista, era crucial para a empresa dar uma resposta rápida, já que o fornecimento de energia elétrica é um serviço essencial. Diante da situação, se você fosse membro desse Conselho, e considerando os dados que foram elencados pelo diretor financeiro da empresa, qual(is) seria(m) sua(s) proposta(s) para conduzir a Companhia Energética Ilumina para o caminho da estabilidade financeira e colocá-la no mercado de forma competitiva?