

Assunto: Registro de fundo de investimento em direitos creditórios com créditos não-performados – Processo CVM RJ2005/4914.

Senhor Superintendente,

Requeru a Intrag DTVM Ltda. ("Intrag" ou "Administradora") autorização para funcionamento e oferta pública de distribuição de quotas seniores do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Cesp II ("Fundo"), que visará à aquisição de direitos de crédito oriundos da venda de energia elétrica pela Cesp ("Cedente") a concessionárias de distribuição de energia elétrica ("Distribuidoras Cedidas"), por meio dos Contratos de Comercialização de Energia Elétrica no Ambiente Regulado (CCEAR).

Para elucidar os fatos, expomos abaixo o histórico da situação, as alegações da Administradora, as nossas considerações e a conclusão:

1. HISTÓRICO:

1. Em 03.08.05, a Intrag, protocolizou, junto a esta CVM, correspondência na qual solicita o registro de funcionamento e de oferta pública de distribuição de quotas seniores do Fundo;
2. De acordo com as características gerais da estruturação do Fundo e da oferta destacadas neste Memorando, a Administradora solicita a esta CVM os aludidos registros, sem prejuízo do disposto no § 8º do art. 40 da Instrução CVM nº 356/01 ("Instrução"), dispensando a utilização de garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora;
3. Em 31.08.2005, foi encaminhado à Administradora o Ofício de Exigências CVM/SRE/GER-1/Nº 1.624/05, visando a adequação da operação proposta aos termos da Instrução CVM nº 356/01;
4. Em 02.09.05, foi protocolado pela Administradora expediente em atendimento às exigências contidas no Ofício supracitado;
5. Em 20.09.05, atenderam-se às exigências restantes, não contempladas na documentação protocolada em 02.09.2005.

2. DESCRIÇÃO DOS DIREITOS CREDITÓRIOS

1. Os CCEAR a serem cedidos ao Fundo foram firmados entre a Cedente e as distribuidoras constantes do Anexo II do Contrato de Cessão ("Distribuidoras Cedidas"), em decorrência da realização do leilão de energia promovido pela ANEEL e conduzido pela CCEE (Câmara de Comercialização de Energia Elétrica), em 07 de dezembro de 2004. O CCEAR é um contrato padrão firmado por todas as geradoras e distribuidoras que participaram do referido leilão. Dentre os CCEAR celebrados nessa data, há contratos que vigem a partir de 2005 até o ano de 2012 e outros com início previsto para 2006, encerrando-se em 2013;
2. Os direitos creditórios cedidos são aqueles representados por faturas mensais de energia elétrica emitidas na forma estabelecida na cláusula 9 dos CCEAR e pelos respectivos instrumentos representativos das garantias, outorgadas ou contratadas pelas distribuidoras Cedidas em favor da Cedente;
3. Nos termos dos CCEAR cedidos, as Distribuidoras Cedidas devem apresentar garantias financeiras do cumprimento de suas obrigações, podendo optar entre fiança bancária, vinculação de recebíveis e cessão de Certificado de Depósito Bancário;
4. O pagamento mensal devido pelas Distribuidoras Cedidas é realizado em 3 (três) parcelas, com vencimento (i) no dia 15 do mês seguinte ao mês de suprimento, (ii) dia 25 do mês seguinte ao de fornecimento e (iii) dia 5 do segundo mês seguinte ao mês de suprimento;
5. As Distribuidoras Cedidas, desde que mantenham o consumo médio contratado para o ano, podem efetuar a sazonalização mensal da energia contratada, a fim de estabelecer a energia contratada para determinado mês, até os limites mínimo e máximo de 86% e 115% da média anual de energia contratada. Ou seja, permite-se às distribuidoras ajustar, dentro de certos limites, a quantidade de energia contratada à distribuição do consumo de sua energia ao longo do ano;
6. Os CCEAR cedidos contêm dispositivo contratual que permite às Distribuidoras Cedidas reduzirem a energia elétrica contratada da Cedente nas hipóteses de (i) exercício da opção, pelos consumidores potencialmente livres (que apresentam demanda superior a determinado nível), de escolha de novo fornecedor de energia elétrica; (ii) variações de mercado da respectiva Distribuidora Cedida, limitado à redução de 4% da energia elétrica contratada por ano; ou (iii) em razão de acréscimos na aquisição de energia elétrica por parte das Distribuidoras Cedidas decorrentes de contratos celebrados até 16 de março de 2004;
7. A redução da energia contratada mencionada no item anterior deve ser precedida de Mecanismo de Compensação de Sobras e Déficits de energia no Ambiente de Contratação Regulada. Este mecanismo permite às Distribuidoras Cedidas ceder parcela da energia contratada que foi objeto de redução, mediante um termo de cessão com outras distribuidoras que estejam com déficit de energia;
8. Os CCEAR cedidos estabelecem uma multa rescisória para a parte que der causa à rescisão em montante equivalente a 30% (trinta por cento) do resultado da multiplicação do preço da energia contratada pelo volume de energia mensal contratada remanescente em MWh até o final do período de fornecimento;
9. Ressaltem-se, ainda, as seguintes características dos CCEAR cedidos ao Fundo:
 1. os CCEAR são provenientes de 29 distribuidoras e totalizam 57 contratos;
 2. as Distribuidoras Cedidas são concessionárias de serviço público de distribuição de energia elétrica sujeitas à fiscalização da ANEEL;
 3. tais Distribuidoras Cedidas são responsáveis pela distribuição de 76% do consumo nacional de energia elétrica;
 4. a energia elétrica vendida por meio dos CCEAR que servem de lastro para o Fundo, representam aproximadamente 6% da necessidade das Distribuidoras Cedidas;

3. CESSÃO DOS DIREITOS CREDITÓRIOS

1. A Cedente cede ao Fundo a totalidade dos direitos creditórios relativos aos CCEAR celebrados com as concessionárias de distribuição

de energia elétrica indicadas no Anexo II ao Contrato de Cessão. Nos termos da cláusula 2 do referido Contrato, uma parcela dos direitos creditórios foi cedida ao Fundo de forma incondicionada ("Cessão Incondicionada") e a parcela restante, sob condição suspensiva ("Cessão Suspensiva");

2. As faturas mensais de energia elétrica, emitidas em razão da venda de energia elétrica da Cedente às distribuidoras cedidas, constituem os documentos comprobatórios da correta constituição dos direitos creditórios;
3. Dado que até o advento de uma condição suspensiva, conforme definido no Contrato de Cessão, o produto do recebimento dos direitos creditórios pertence parte ao Fundo e parte à Cedente, celebrou-se, entre a Cedente e o Cessionário, o Contrato de Prestação de Serviços de Recebimento e Pagamento de Valores, por meio do qual o Banco Itaú S.A. figurará como agente de recebimento da totalidade dos direitos creditórios e se encarregará de transferir os recursos depositados na conta de recebimento dos direitos creditórios para as contas indicadas do Fundo e da Cedente;
4. Os direitos creditórios objeto da Cessão Incondicionada (que podem, inclusive, compreender os direitos relativos à Cessão Suspensiva, no caso do advento de qualquer das condições suspensivas indicadas no Contrato de Cessão) deverão ser, no período de um mês contado a partir do dia 10 ("Períodos de Disponibilidade"), equivalentes a um determinado valor mensal devido ao Fundo. Tal valor abrange os recursos destinados (i) à amortização das quotas seniores do Fundo, (ii) à recomposição da reserva de amortização (descrita no item seguinte) e (iii) aos custos mensais estimados dos encargos do Fundo;
5. A partir da emissão das quotas e até o final do prazo de duração do Fundo, o Administrador deverá constituir e manter uma reserva de amortização e resgate, correspondente à soma dos valores estimados para a amortização das quotas seniores dos três próximos Períodos de Disponibilidade. Essa reserva deverá ser constituída com os recursos provenientes da subscrição e integralização das quotas subordinadas e com o produto do pagamento dos direitos creditórios;
6. Os valores que excederem a quantidade de direitos creditórios objeto da Cessão Incondicionada (ou seja, os valores que superarem o montante necessário para atingir os valores previstos para a amortização das quotas seniores, ao pagamento dos custos mensais do Fundo e à recomposição da reserva de amortização), em cada Período de Disponibilidade, serão transferidos pelo Agente de Recebimento para a conta da Cedente;
7. Na ocorrência de um dos Eventos de Revisão, definidos na cláusula 11 do Contrato de Cessão, que corresponderão ao advento da Cessão sob Condição Suspensiva, e após a determinação do Administrador, o Agente de Recebimento transferirá a totalidade dos direitos creditórios pagos na Conta de Recebimento e Pagamento para a Conta Autorizada do Fundo. Este procedimento perdurará até que o Agente de Recebimento receba determinação em contrário do Administrador, com novas instruções para a transferência dos recursos recebidos na Conta de Recebimento e Pagamento. Dessa forma, a retenção integral das parcelas quando da implementação da condição suspensiva dos CCEAR permite a aceleração da amortização das quotas seniores do Fundo, reduzindo seu prazo de duração;
8. De acordo com informação obtida junto ao Sr. Pedro Bianchi, gerente do Banco Itaú BBA S.A., o fluxo financeiro mensal relativo à Cessão Incondicional representaria, em média, o valor aproximado de R\$ 11.000.000,00 (onze milhões de reais), ou 6% (seis por cento) do faturamento bruto mensal da CESP;
9. De acordo com o relatório de classificação de riscos da Standard & Poor's, dado que a CESP opera sob o regime de uma concessionária do serviço público de geração de energia elétrica, "nas hipóteses de término antecipado da concessão, observados os procedimentos definidos na legislação específica, o Poder Concedente (Governo Federal) ou uma nova concessionária assumiria a prestação do serviço público ora prestado pela Cesp, o que garante a continuidade do fornecimento de energia elétrica aos clientes da CESP de forma geral". A agência, por conseguinte, acredita que a lei garantiria a continuidade do serviço público de energia prestado sob regime de concessão, seja por meio de uma outra concessionária ou mesmo se prestado diretamente pelo Poder Concedente, no caso de insolvência da CESP.
10. Ainda conforme a agência, dada a anuência da ANEEL (mencionada no item 4.12 deste Memorando) com relação à cessão dos direitos creditórios subjacentes aos CCEAR, "o Poder Concedente, provavelmente, deverá transferir as obrigações especificadas pela documentação da transação para qualquer concessionária futura que assumira a operação das usinas que a CESP opera hoje sob o regime da lei de concessões". "Assim, (...), a Standard & Poor's considera que a transação não dependerá da análise de performance da CESP, como normalmente acontece em transações similares de fluxo futuro, mas da força do fluxo de caixa (qualidade de crédito das Distribuidoras Cedidas) e da garantia legal de continuidade do fornecimento de energia elétrica";
11. Justificar-se-ia, assim, a discrepância verificada entre a classificação de risco da Cesp (brCCC) e do Fundo (brAAf). Dessa forma, embora a CESP seja uma devedora que, atualmente, se apresenta vulnerável e dependente de condições comerciais e financeiras favoráveis para honrar seus compromissos financeiros, quando comparado a outros devedores brasileiros (nos termos da definição do rating brCCC atribuída pela Standard & Poor's), o rating atribuído ao Fundo indica que os títulos em sua carteira fornecem forte proteção contra perdas geradas por inadimplência;
12. Cabe lembrar que em resposta à consulta realizada pela CVM, por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 630/2005, de 26 de abril de 2005, a ANEEL transcreveu o §6º do art. 39 da Lei de Concessões, segundo o qual "declarada a caducidade, não resultará para o poder concedente qualquer espécie de responsabilidade em relação aos encargos, ônus, obrigações ou compromissos com terceiros ou com empregados da concessionária.";

4. CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

1. O presente Fundo constituiu-se sob a forma de condomínio fechado, com prazo de duração de 60 (sessenta) meses. Propõe-se a distribuir 6.500 (seis mil e quinhentas) quotas seniores com valor unitário de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), totalizando R\$ 650.000.000,00 (seiscentos e cinquenta milhões de reais);
2. Em paralelo, pretende-se emitir privadamente 325 (trezentas e vinte e cinco) quotas subordinadas com valor unitário de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), a serem subscritas e integralizadas exclusivamente pela Cedente;
3. As quotas seniores serão amortizadas em 60 (sessenta) parcelas mensais, sempre que o Patrimônio Líquido do Fundo assim o permitir, com início a partir do mês subsequente à data de emissão das quotas. Não haverá amortização de quotas subordinadas;
4. As quotas seniores, a serem distribuídas publicamente sob o regime de garantia firme de colocação, serão registradas para negociação no ambiente SOMAFIX, no BOVESPAFIX e na CETIP. As quotas subordinadas, por sua vez, não são transferíveis;

5. Para a prestação dos serviços de escrituração das quotas do Fundo, de custódia e controle dos direitos creditórios integrantes da carteira do Fundo, foi contratado o Banco Itaú S.A.;
6. O Banco Itaú BBA S.A., o Banco Bradesco S.A. e o Banco ABC Brasil S.A. são as instituições intermediárias da distribuição de quotas seniores do Fundo;
7. Vale observar que o custodiante é controlador da instituição administradora e que um dos coordenadores da distribuição também faz parte do conglomerado financeiro do custodiante;
8. O parâmetro de rentabilidade da 1ª série de quotas seniores será de 100% do CDI, acrescido de cupom pré-fixado a ser definido em processo de *bookbuilding*;
9. O *rating* atribuído às quotas seniores do Fundo é brAAf, conforme classificação obtida pela Standard & Poor's, em 02.09.2005;
10. Os serviços de auditoria do Fundo serão desempenhados pela empresa Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes;
11. A Cedente, na qualidade de fiel depositária, manterá sob sua guarda os documentos comprobatórios dos direitos de crédito cedidos, embora o custodiante tenha o direito contratual de acesso irrestrito aos referidos documentos;
12. A proposta de constituição do Fundo foi aprovada pela ANEEL por meio do Despacho nº 1.009, de 11.08.2005, publicado no Diário Oficial da União em 12.08.2005. Concomitantemente, a agência reguladora (i) estabeleceu que a destinação dos recursos deverá estar estritamente vinculada ao objeto da respectiva concessão, (ii) ressaltou que a concessionária oferecerá em garantia os direitos emergentes da concessão, nos contratos de financiamento, está limitada ao montante que não comprometa a operacionalização e a continuidade da prestação dos serviços e (iii) registrou que a anuência em questão não dará aos agentes financeiros direito de qualquer ação contra a ANEEL, em decorrência de descumprimento, pela concessionária, dos seus compromissos financeiros.

5. NOSSAS CONSIDERAÇÕES:

1. Deve-se ressaltar, preliminarmente, que a Cesp é companhia aberta. Sujeita-se, portanto, aos diversos mecanismos de *disclosure* previstos na Lei nº 6.406/76, bem como nas disposições das demais Instruções CVM pertinentes;
2. Ademais, as aplicações nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios são disponíveis somente aos investidores qualificados, em linha com o disposto no art. 109 da Instrução CVM 409/04. É desnecessário, pois, afirmar que tais investidores são, justamente, aqueles dotados dos atributos necessários à adequada compreensão do instrumento financeiro em análise e de todos os riscos a ele inerentes.;
3. O FIDC Cesp II é o segundo Fundo de Investimento em Direitos Creditórios constituído a partir de créditos cedidos pela Cesp. O FIDC Cesp, cuja carteira também se compunha de créditos não-performados, oriundos da venda de energia elétrica da CESP a consumidores livres, foi registrado em 22.12.2004 e emitiu R\$ 450.000.000,00 (quatrocentos e cinquenta milhões de reais) em quotas seniores;
4. É importante, ainda, salientar que embora os créditos componentes da carteira do Fundo não se respaldem nas garantias financeiras e securitárias descritas no §8º do art. 40 da Instrução, conceberam-se alguns mecanismos mitigadores dos riscos percebidos pelos detentores de suas quotas: (i) atenuação dos riscos de fungibilidade; (ii) sobrecolateralização; (iii) subordinação de quotas; (iv) aceleração da amortização de quotas do Fundo e (v) reserva de amortização e resgate.
5. A atenuação dos riscos de fungibilidade (possibilidade de os recebimentos relativos aos CCEAR cedidos serem confundidos com aqueles relativos a outros recebíveis da Cedente) é garantida por meio da contratação do Agente de Recebimento, nos termos do item 4.12 deste Memorando, que se encarregará de receber os valores concernentes aos direitos creditórios cedidos ao Fundo em conta específica e de transferi-los às contas indicadas pela Cedente e pelo Fundo em conformidade com o previsto no Contrato de Cessão e no Regulamento do Fundo;
6. A Cedente obriga-se, nos termos do Contrato de Cessão, a ceder ao Fundo a totalidade dos direitos creditórios relativos aos CCEAR celebrados com as concessionárias de distribuição de energia elétrica indicadas no Anexo II ao Contrato de Cessão. Uma parte dos direitos creditórios foi cedida ao Fundo de forma incondicionada e a parcela restante, sob condição suspensiva. A parcela representada pela Cessão Condicionada refere-se ao montante destinado a amortizar as quotas do Fundo, a recompor a reserva de amortização e a custear as despesas do Fundo. Conforme análise procedida pela Standard & Poor's, esse montante é, em média, 3,3 vezes menor que o valor total dos direitos creditórios relativos aos CCEAR cedidos, levando-se em conta o prazo de duração do Fundo. Garante-se, assim, um nível de sobrecolateralização suficiente para suportar variações expressivas do fluxo de caixa dos direitos creditórios. De fato, em linha com simulação efetuada pela referida agência classificadora de riscos, uma redução média de 64% nos fluxos de caixa provenientes das Distribuidoras Cedidas faz com que a razão entre o valor total dos direitos creditórios e o montante devido ao Fundo atinja o patamar de 1,18;
7. As quotas subordinadas representam 5% do patrimônio líquido inicial do Fundo, o que garante um reforço de crédito adicional às quotas seniores do Fundo;
8. O Fundo conta, adicionalmente, com um mecanismo de aceleração da amortização das quotas seniores do Fundo. Na ocorrência de um dos eventos de revisão descritos no Contrato de Cessão, o Agente de Recebimento transferirá a totalidade dos direitos creditórios relativos aos CCEAR cedidos para a conta do Fundo. Tal procedimento permite que se intensifique a amortização das quotas seniores do Fundo, reduzindo seu prazo de duração;
9. Será constituída uma reserva de amortização, correspondente à soma dos valores estimados para a amortização das quotas seniores dos três períodos posteriores. Essa reserva será constituída com os recursos provenientes da subscrição e integralização das quotas subordinadas e com o produto do pagamento dos direitos creditórios, conforme o art. 41 do Regulamento;
10. Registre-se, finalmente, que todos os principais riscos envolvidos na aplicação pelo Fundo nos créditos cedidos pela Cesp encontram-se adequadamente contemplados e descritos no Prospecto. Em especial, introduziu-se, mediante requerimento desta área técnica, fator de risco que alerta o investidor acerca da possibilidade de questionamento do Poder Judiciário sobre a validade da cessão sob condição suspensiva de direitos de crédito, na hipótese de *default* da Cedente;
11. Não obstante a adequada descrição, nos documentos devidos, dos riscos envolvidos na aquisição de quotas seniores do Fundo pelos investidores, sugerimos a elevação do preço de emissão das quotas seniores do Fundo para R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), em analogia aos Certificados de Recebíveis Imobiliários e em linha com o valor das quotas seniores do FIDC Cesp. Busca-se, por meio

desse procedimento, limitar ainda mais o alcance da oferta das quotas seniores do Fundo, reforçando a necessidade de criteriosa consideração dos riscos subjacentes à operação.

CONCLUSÃO

Pelo acima exposto, esta GER-1 não se opõe à constituição do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Cesp II, propondo ao Colegiado que autorize esta área técnica a conceder os registros de funcionamento do fundo e de oferta pública de distribuição das quotas de sua emissão.

Isto posto, propomos solicitar à Superintendência Geral que seja encaminhado à apreciação do Colegiado desta CVM o presente pedido de autorização da operação apresentada. Requeremos, adicionalmente, que esta GER-1 seja a relatora do presente caso na reunião do Colegiado da CVM.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Reginaldo Pereira de Oliveira

Gerente de Registro 1

De acordo, ao SGE para consideração e providências.

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

SRE