

Assunto: Autorização para Aquisição de Ações fora de Mercado Organizado – Processo CVM nº RJ-2013-869

Senhor Superintendente,

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. ("BNY Mellon"), na qualidade de administrador do Energia São Paulo Fundo de Investimento em Ações, em atenção ao inciso VI do art. 64 da Instrução CVM nº 409/04 ("ICVM 409"), bem como tendo em vista o disposto no §4º do art. 118 da Lei nº 6.404/76, solicita autorização para que o fundo adquira ações de emissão da CPFL Energia S.A. ("CPFL") que se encontram impedidas para negociação em bolsa ou mercado de balcão organizado.

Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

(...)

§ 4º As ações averbadas nos termos deste artigo não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão.

Art. 64. É vedado ao administrador praticar os seguintes atos em nome do fundo:

(...)

VI – realizar operações com ações fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;

Por oportuno, lembramos que a Deliberação CVM nº 546/08, que delegou competência à SIN para autorizar transferência de ativos de fundos de investimento de forma privada, não contempla a vedação prevista no art. 64, VI, da ICVM 409.

#### **BNY Mellon**

***Em 22 de março de 2002, BONAIRE Participações S.A., VBC Energia S.A. ("VBC") e 521 Participações S.A. ("521") (em conjunto, "Partes"), acionistas da CPFL Energia S.A. ("CPFL e/ou Companhia"), firmaram o Acordo de Acionistas da CPFL ("Acordo de Acionistas).***

***Em 17 de julho de 2002, as Partes celebraram um Instrumento Particular de Outorga de Opções Sucessivas de Compra e de Venda de Ações e outros Pactos ("Instrumento de Outorga de Opção"), objetivando definir mecanismos de realinhamento das suas participações no capital social da Companhia.***

***Ficou acordado no Instrumento de Outorga de Opção, em linhas gerais, que VBC e 521 teriam o direito comprar a totalidade das ações de emissão da CPFL de titularidade da BONAIRE vinculadas ao Acordo de Acionista. E, na hipótese do não exercício desse direito, a BONAIRE passaria a ter o direito de adquirir 4% das ações vinculadas ao Acordo de Acionistas de titularidade da VBC e 521, desde que obtivesse o aceite das duas últimas.***

***Em 2011 a BONAIRE transferiu a totalidade das suas ações de emissão da CPFL vinculadas ao Acordo de Acionistas para o Fundo, que ficou, assim, sub-rogado na posição jurídica da BONAIRE quanto aos direitos e obrigações relacionados ao Instrumento de Outorga de Opção. Portanto, o Fundo passou a ser detentor de 115.118.250 ações ordinárias de emissão da CPFL, sendo 90.484.600 vinculadas ao Acordo de Acionistas da CPFL, o equivalente a 16,68% do bloco de controle da Companhia.***

***Tendo em vista que VBC e 521 não exerceram o Direito de Compra das ações de emissão da CPFL, vinculadas ao Acordo de Acionistas, de titularidade da BONAIRE dentro do prazo acordado, o Fundo, sucessor da BONAIRE, passou a ter o direito de adquirir 4% das ações vinculadas ao Acordo de Acionistas de titularidade da VBC e 521.***

***Nesse contexto, em 26 de outubro de 2012 o Fundo enviou à VBC e à 521 o Aviso de Compra, tendo recebido os respectivos Avisos de Aceite nos dias 22 e 27 de dezembro de 2012.***

***O Fundo, sub-rogado nos direitos e obrigações da BONAIRE, pretende adquirir as ações de emissão da CPFL de titularidade da VBC e 521 objetos do Instrumento de Outorga de Opção por meio de negociação privada, uma vez que de acordo com o § 4º do artigo 118 da Lei 6.404/76, tais ações não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão organizado por estarem vinculadas ao Acordo de Acionistas.***

***Com a aquisição das ações pertencentes à VBC e 521, o Fundo passará a deter 136.820.640 ações, sendo 112.186.990 vinculadas ao Acordo de Acionistas, o que representa uma participação no bloco de controle da CPFL de 20,68%, atingindo assim os 20% necessários para ter o poder de veto. Em decorrência do Prêmio de veto, a participação global do Fundo na CPFL aumentará o seu potencial de valorização e liquidez.***

***Ademais, o Fundo irá aumentar a sua participação numa companhia que é referência no setor elétrico brasileiro, líder em distribuição e comercialização e com uma posição de relevância em geração. Além disso, o desempenho da CPFL registrado nos últimos anos, quando comparado com os seus peers, em diferentes dimensões, desenvolvimento corporativo, social ou setorial, tem sido sempre de excelência – nivelado pelas melhores práticas.***

***Outro ponto muito relevante e atrativo para o Fundo é a forte política da CPFL de remuneração aos seus acionistas. No longo prazo, a estratégia da CPFL definida para 2015 é consolidar a liderança no setor elétrico nacional, com criação de valor para os acionistas superior a do mercado, por meio de ações focadas no crescimento contínuo, deverá sustentar a performance histórica. Desta forma, a operação apresenta uma relação risco-retorno em linha com as expectativas de longo prazo dos cotistas do Fundo.***

***Entendemos que a proibição de realização de negócios privados contemplada no artigo 64, inciso VI, da Instrução CVM nº 409/04 tem por objetivo garantir aos cotistas uma maior transparência na realização das operações do Fundo e obtenção de preços que, por estarem sujeitos a interferências***

externas, tendem a ser mais eficientes. No presente caso, tal proteção aos cotistas não se justifica, uma vez que a decisão pelo exercício do Direito de Compra das ações objeto do Instrumento de Outorga de Opção foi tomada em Assembleia Geral.

Ressalta-se ainda que os cotistas do Fundo são investidores qualificados (Entidades Fechadas de Previdência Complementar), logo, possuem a expertise necessária para optarem conscientemente pela realização do investimento.

Por fim, lembramos que a CVM possui alguns precedentes de concessão de autorização para aquisição de ações de titularidade de fundos de investimento fora de bolsa. Um precedente que se assemelha ao caso ora apresentado foi o julgado no Processo Administrativo nº RJ 2008/11202.

#### Área Técnica

Entendemos que o objetivo do art. 64, VI, da ICVM 409 é fazer com que as operações dos fundos de investimento sejam transparentes e sujeitas a preços os quais, formados publicamente, tendem a ser mais eficientes.

No caso em tela, desde que a aquisição de ações seja informada ao mercado, não vislumbramos potencial prejuízo à transparência que deve reger o mercado de capitais. Entretanto, tendo em vista que o preço não é formado publicamente, sendo resultante de fórmula contida no contrato que fundamenta a operação, não podemos assegurar, tampouco a BNY Mellon o fez, que o preço a ser praticado na operação seja o melhor preço que o fundo pode conseguir na compra de ações ordinárias de emissão da CPFL.

Nesse sentido, cabe destacar que a BNY Mellon estima em R\$ 34,42 o preço por ação a ser pago na aquisição privada, ao passo que o preço de mercado variou na presente data<sup>[1]</sup> entre R\$ 21,31 e 20,94 (queda de 2,37%).

Note-se que esta GIF não está afirmando que o preço a ser eventualmente praticado na aquisição privada de ações é desarrazoado, haja vista que o lote a ser adquirido possibilitará ao fundo adquirir também maior poder político, representado pelo poder de veto, sendo natural que tal benefício seja precificado. Estamos apenas alertando que a discrepância do preço de mercado para o preço da negociação privada é bastante significativa.

Na assembleia geral realizada em 23/10/2012 os cotistas decidiram efetuar a aquisição de ações, tendo por fundamento, segundo a BNY Mellon os seguintes pontos:

- No curto prazo, dadas as condições macroeconômicas e de mercado, tanto no caso do exercício ou não da opção de compra, não há condição favorável para liquidez do investimento do Energia São Paulo FIA, hoje correspondente às 16,68% das ações vinculadas ao Acordo de Acionistas da CPFL. No entanto, dada a qualidade da gestão da companhia e, por ser ela uma empresa potencialmente consolidadora no setor, a alternativa de venda para outro investidor estratégico ou financeiro que busque retorno em dividendos e participação nas decisões estratégicas da CPFL tende a ser mais favorável financeiramente no médio e longo prazo, especialmente, quando considerada a elevação da participação para acima de 20% do controle.

As decisões mais relevantes da companhia tem quorum de aprovação de 80% das ações do controle. Com a aquisição dessas ações, o fundo passará a deter 20,68% e portanto, um poder de controle que hoje não detém.

- Os especialistas contratados pelos cotistas para elaboração de estudo de viabilidade econômica do exercício da opção de compra pelo fundo apontaram que a realização da compra de 4% do controle da CPFL e posterior venda a um investidor estratégico ou financeiro, poderia resultar em um ganho potencial de aproximadamente 40%, bastante superior ao ágio pago pela aquisição do controle, quando ponderado sobre todo o lote de 20,68%.

#### Cálculo considerando apenas as ações da opção

Cotação Atual	20,99
Preço da Opção	34,42
Ágio sobre valor de mercado	63,98%

#### Cálculo considerando a totalidade das ações

% das ações da opção	4%
% das ações já detidas	16,68%
Preço ponderado	23,59
<b>Ágio Prêmio de Controle</b>	<b>12,38%</b>

Tal ganho não poderia ser estimado a um lote de 16,68%, que representa uma posição pouco atrativa para investidores estratégicos, dada a ausência do poder de controle dessa participação. Em nossa opinião, a aquisição do poder de controle tende a elevar consideravelmente a atratividade da posição e sua liquidez, o que justifica o ágio pago pelo prêmio de controle.

No que tange ao aparente conflito, no caso concreto, entre o §4º do art. 118 da Lei das S/A e o inciso VI do art. 64 da ICVM 409, entendemos que a interpretação conjunta de ambos os dispositivos leva – no máximo – apenas à necessidade de que toda negociação realizada por fundo de investimento que seja decorrente de acordo de acionistas dependa de "prévia e expressa autorização" desta CVM.

Em termos de jurisprudência administrativa, localizamos registros de 5 ocasiões nas quais o Colegiado dispensou o cumprimento do art. 64, VI, da ICVM 409 em estruturas semelhantes à apresentada, sendo que (i) o item 2 apresenta um caso análogo ao ora em análise; (ii) os itens 1 e 3 trazem caso que guardam semelhança com o caso em exame; e (iii) os itens 4 e 5 dizem respeito a operações decorrentes de OPAs, a saber:

#### 1. Reg. COL nº 5.097/06

Investidores Institucionais Fundo de Investimento em Ações pleiteou autorização para alienar privadamente as participações acionárias detidas no capital social da Santos Brasil S/A.

A alienação decorria do "Contrato de Opção de Compra de Ações da Santos Brasil", pelo qual o fundo e outros acionistas outorgaram a terceiros o direito de adquirir as participações acionárias acima mencionadas, as quais eram representativas do poder de controle sobre a companhia.

O Colegiado acatou o pleito. Entretanto, tendo em vista que muitos cotistas do fundo eram entidades fechadas de previdência complementar, condicionou a dispensa de requisitos à obtenção de autorização da (então) Secretaria de Previdência Complementar, ou prova de que tal

autorização foi expressamente considerada desnecessária por aquela Secretaria.

2. Reg. COL nº 6.317/08

Lógica II FIA, OPP I FIA e Luxor FIM solicitaram autorização para promover alienação privada de ações ordinárias de emissão da Brasil Telecom Participações S/A, ações as quais se encontravam vinculadas ao Acordo de Acionistas da companhia.

O Relator Eliseu Martins defendeu que o art. 64, VI, da Instrução nº 409/04, ao vedar a realização de operações fora de mercado organizado pelos fundos de investimento, visou garantir aos cotistas maior transparência na realização das operações do fundo e a obtenção de preços que, por estarem sujeitos a interferências externas, tendem a ser mais eficientes.

Ademais, o Relator ressaltou não vislumbrar qualquer afronta aos interesses dos cotistas pela alienação das ações na forma como proposta, observando que essa alienação permitiria *"alcançar um valor superior ao que poderia esperar ser obtido normalmente em uma venda pública"* (R\$ 72,31 vs. R\$ 55,39).

Diante do exposto no voto do Relator, o Colegiado deliberou aprovar a alienação, na forma requerida pelos fundos.

3. Reg. COL nº 7426/10

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., nos termos do art. 64, inciso VI, da Instrução 409/04, solicitou a alienação privada, fora do mercado de bolsa, de ações preferenciais de emissão da Net Serviços de Comunicação S.A., detidas pelos fundos de investimento por ela administrados.

As operações ocorreram no âmbito de oferta pública voluntária de aquisição de ações realizada pela Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel.

O Colegiado deliberou autorizar não somente os fundos administrados por BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. como todos os demais fundos de investimento em situação semelhante a exercerem a opção de venda das ações preferenciais no contexto da OPA.

4. Reg. COL nº 7.731/11

MMX Mineração e Metálicos S/A, na qualidade de ofertante da oferta pública voluntária de aquisição por permuta de ações de emissão da PortX Operações Portuárias S/A, solicitou autorização para que fundos de investimento regulados e carteiras de investidores não residentes pudessem vender suas ações fora de mercado organizado, no âmbito da OPA.

O Colegiado deliberou que o exercício de opções de venda de ações no contexto de ofertas públicas de aquisição de ações registradas na CVM não deve ser interpretado como operações privadas vedadas pela regulamentação em vigor, mas sim como a continuação da oferta previamente realizada em ambiente de bolsa, para a qual, assim, não se aplicam as vedações regulamentares à negociação fora de mercado organizado.

5. Reg. COL nº 8.505/12

BB Gestão de Recursos DTVM S.A. solicitou autorização para que o Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização FIM Crédito Privado pudesse negociar privadamente ações integrantes de sua carteira.

Com base na manifestação da SIN o Colegiado deliberou deferir parcialmente a autorização pleiteada, autorizando a realização, até 31/12/2012, da operação privada de permuta de ativos, mas não autorizando a possibilidade de recompra futura, pelo fundo, das ações permutadas.

Conclusão

No caso que mais se aproxima ao ora em exame – o item 2 supra – o Colegiado considerou que era financeiramente vantajoso para o fundo adquirir as ações privadamente; condição que não se faz presente na presente operação. Assim, pareceu-nos que essa jurisprudência não seria suficiente para justificar a concessão da dispensa neste caso.

Entretanto, tendo em vista que não vislumbramos na operação pretendida prejuízos ao interesse público, à adequada informação ou mesmo à proteção dos investidores (considerando que os cotistas são todos investidores qualificados e que o ágio está justificado), manifestamo-nos favoravelmente quanto à concessão da dispensa requerida.

Por outro lado, dada a diferença significativa entre os preços de aquisição em mercado e privadamente, bem como considerando que os cotistas do fundo são entidades fechadas de previdência complementar, parece-nos que seria interessante que uma eventual manifestação positiva do COL contasse também com a obtenção de autorização da Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC para que a operação prospere conforme pretendida, ou prova de que tal autorização tenha sido expressamente considerada desnecessária por aquela entidade, em linha, assim, com a decisão de Colegiado sob Reg. nº 5.097/06 (item 1 das considerações sobre a jurisprudência).

Finalmente, colocamo-nos à disposição para relatar a matéria na reunião de Colegiado, caso se entenda conveniente.

Atenciosamente,

original assinado por  
Claudio Gonçalves Maes  
Gerente de Acompanhamento de Fundos

Ao SGE, de acordo com a proposta da GIF.

Daniel Walter Maeda Bernardo  
Superintendente de Relações com Investidores Institucionais  
em exercício

[1] Até às 16:05 hs.