COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 35/2018-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 11 de maio de 2018.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: **Pedido de Reconsideração de decisão do Colegiado da CVM - OPA para aquisição de controle de Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. - Processo CVM nº 19957.003818/2018-41**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente protocolado na CVM em 09/05/2018, pela Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. ("Companhia" ou "Recorrente"), referente a pedido de reconsideração de decisão do Colegiado da CVM ("Pedido de Reconsideração") que, em reunião datada de 02/05/2018, deliberou sobre questões envolvendo processo competitivo visando à aquisição de controle da Companhia, que se dá, no momento, por meio de 2 ofertas públicas de aquisição de ações ("OPA") para aquisição de controle ("Decisão"), cujos editais já foram publicados e que têm como ofertante de cada OPA a Neoenergia S.A. ("OPA Neoenergia") e a Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A. ("OPA Enel").

2. A propósito, a Decisão ora recorrida definiu, resumidamente, que:

(i) o leilão conjunto das 3 OPA[1] até o momento lançadas deveria ser remarcado imutavelmente para 04/06/2018;

(ii) eventuais novas OPA concorrentes poderiam ser lançadas no máximo até 14/05/2018, ou seja, a 20 dias da realização do leilão, respeitando o previsto no inciso V do art. 258 da LSA;

(iii) os aumentos de preço pelos ofertantes poderiam ocorrer no máximo até 24/05/2018, ou seja, a 10 dias da realização do leilão, respeitando o previsto no inciso I do § 3º do art. 5º da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361");

(iv) a publicação na imprensa de eventuais aditamentos aos editais de OPA poderia ocorrer em até dois dias úteis após a efetiva divulgação de tais aditamentos por meio da rede mundial de computadores, no site do ofertante, da companhia objeto da OPA, da CVM e da B3 (nos últimos 2 casos, através do Sistema Empresas.Net);

(v) é possível haver interferência compradora no leilão conjunto, desde que o eventual interferente, de forma a garantir a integridade da operação, apresente, quando da divulgação de sua intenção (que deverá ocorrer imutavelmente até 24/05/2018), documento que comprove o atendimento ao previsto no § 4º da art. 7º da Instrução CVM 361;

(vi) no caso de haver a divulgação da intenção de interferir no leilão, deve ser afastada a aplicação do § 7º do artigo 12 da Instrução CVM 361, permitindo aos ofertantes que tenham publicado edital ou solicitado registro de OPA elevarem o preço da oferta no leilão, desde que o interferente realmente apresente oferta de compra na data do leilão. Caso contrário, a regra do § 7º do artigo 12 da Instrução CVM 361 deve ser mantida; e

(vii) os ofertantes das OPA, bem como pessoas a eles vinculadas, não poderão figurar como interferentes no leilão.

3. O Recorrente em questão alega que há equívocos na Decisão, pois a mesma tomou como premissa que *"as 3 OPA apresentavam as mesmas condições, exceto pelo preço ofertado e destacou que caso as ofertas apresentassem outras condições distintas que não apenas o preço, poder-se-ia adotar outra solução compatível com essas circunstâncias"*.

4. Conforme será visto em detalhes na Seção "I. Alegações do Recorrente", o Recorrente alega a existência de elementos que distinguem as OPA concorrentes, fazendo com que a realização de leilão sem possibilidade de elevação de preços pelos ofertantes não seja o procedimento mais adequado para fomentar a competitividade do processo.

I. Alegações Do Recorrente

5. O Recorrente fundamenta o presente Pedido de Reconsideração na forma transcrita abaixo, com os grifos originais:

"***PEDIDO DE RECONSIDERAÇÃO***

da decisão proferida pelo e. Colegiado em 02.05.18 ("Decisão"), que esclareceu as regras do processo competitivo para aquisição de controle da Eletropaulo partindo da premissa de que as ofertas públicas voluntárias para aquisição de controle da Companhia ("OPAs") apresentavam as mesmas condições, exceto pelo preço ofertado, destacando que, caso apresentassem condições distintas que não apenas o preço, o Colegiado poderia adotar outra solução compatível com essas circunstâncias.

I. Das consultas apresentadas, Decisão da CVM e Admissibilidade deste Pedido

Discute-se, neste processo, a formação do processo competitivo visando à aquisição do controle da Eletropaulo, com fundamento no art. 257 da Lei nº 6.404/76 ("LSA") e da Instrução CVM nº 361/02 ("ICVM 361"), no qual havia três OPAs concorrentes, cujo objeto é a aquisição de até a totalidade das ações de emissão da Companhia, conforme resumido abaixo:

(i) OPA formulada pela Energisa S.A., cujo edital foi publicado em 07.04.18, aditado em 17.04.18 e revogada em 04.05.18 ("Energisa" e "Edital da Energisa", respectivamente);

(ii) OPA formulada pela Enel S.A., cujo edital foi publicado em 18.04.18 e aditado em 20, 24 e 26.04.18 ("Enel" e "Edital da Enel", respectivamente); e

(iii) OPA formulada pela Neoenergia S.A., cujo edital foi publicado em 24.04.18 e aditado em 25 e 27.04.18 ("Edital da Neoenergia").

Neste contexto, a Neoenergia e a B3 apresentaram consultas à CVM solicitando esclarecimentos sobre questões inerentes ao processo competitivo em 24.04.18 e 25.04.18 ("Consulta Neoenergia" e "Consulta B3", respectivamente). Note-se, ainda, que as referidas consultas foram apresentadas antes do cancelamento da oferta pública de distribuição primária de ações ("Follow-on") pela Companhia, divulgado em fato relevante de 25.04.18.

A Consulta Neoenergia abordou (i) o pedido de autorização para realização do leilão de sua OPA conjuntamente aos leilões da OPA da Energisa e OPA da Enel, (ii) a possibilidade de prorrogação da data do leilão conjunto em caso de aumento de preço no décimo dia que antecede a realização do leilão, e (iii) a dispensa de publicação de aditamento de edital em jornal de grande circulação em função de eventuais aumentos de preço das OPAs ao longo do processo competitivo.

A Consulta B3 solicitou esclarecimentos quanto à possibilidade de elevação de preço pelos ofertantes durante o leilão, nas hipóteses em que (i) não há interferência compradora e (ii) há interferência compradora no leilão.

A B3 solicitou, ainda, a não aplicação do disposto no art. 12, § 7º, da ICVM 361, de modo a ser permitida a elevação de preço por parte dos ofertantes durante o leilão, nos termos abaixo transcritos.

> *"(...) solicitamos que seja autorizada a elevação de preço por parte de todos os ofertantes durante o leilão, a despeito do disposto no § 7º do art. 12 da ICVM 361, considerando que* ***esse é o posicionamento que permite: maximizar o valor das ações para os acionistas por se tratar de inequívoca possibilidade de melhora de preço em benefício de todos os destinatários; tratar os interessados na aquisição do controle de maneira igualitária, conferindo a todos a oportunidade de disputar o melhor preço e equalizando as condições da concorrência****; (iiii) evitar postergações sucessivas da data do leilão; e (iv) conferir eficácia à unificação das datas do leilão." (grifo nosso)*

Não obstante as solicitações da B3, a SRE manifestou-se contrariamente à possibilidade de elevação de preço por parte dos ofertantes concorrentes no leilão e à aceitação de eventuais interferentes compradores no leilão, ressalvando que, caso o Colegiado da CVM tivesse posição favorável nessa matéria, que fosse dispensada a vedação prevista no art. 12, §7º, da ICVM 361, de tal modo que também fosse permitida a elevação de preço pelos ofertantes das OPAs concorrentes no leilão.

O Colegiado, por outro lado, decidiu, por maioria, pela aceitação de eventuais interferentes compradores no leilão, estabelecendo procedimentos distintos para as hipóteses em que (i) não há interferência compradora e (ii) há interferência compradora, vencido o Diretor Gustavo Gonzalez, que acompanhou o entendimento da SRE nesse ponto.

Na hipótese (i), não haveria possibilidade de elevação de preço pelos ofertantes das OPAs concorrentes no leilão, de modo que aos ofertantes estaria facultado apenas elevar o preço de suas ofertas mediante aditamento ao edital de OPA com, no mínimo, 10 dias de antecedência da data do leilão.

Na hipótese (ii), o Colegiado entendeu pelo afastamento do disposto no art. 12, §7º, da ICVM 361, permitindo aos ofertantes a elevação do preço da oferta no leilão, caso o interferente realmente apresentasse oferta de

compra na data do leilão.

O Colegiado fundamentou tal conclusão baseando-se na premissa de que as ofertas concorrentes formuladas até o presente momento são materialmente semelhantes, distinguindo-se apenas pelo preço de aquisição.

Contudo, existem questões factuais intransponíveis (afinal, por serem factuais, não dão margem a grandes interpretações) que deixam evidentes, data venia, determinados equívocos na premissa fundamental adotada, que justificam reexame pelo Colegiado, já que se acham presentes exatamente os elementos distintivos que, na expressão da própria decisão, justificariam decisão diversa.

Por isso, nos estritos limites do pedido de reconsideração, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, passa-se a, respeitosamente, demonstrar a inexatidão da premissa adotada como base para a decisão, qual seja, que as condições das OPAs concorrentes ora em curso são equivalentes, conforme será demonstrado abaixo. Daí decorre, sempre com a devida vênia, o equívoco da conclusão de que, no caso concreto, a realização de leilão sem possibilidade de elevação de preço pelos ofertantes seja o procedimento mais adequado para fomentar a competitividade do processo, atendendo ao melhor interesse da Companhia e de seus acionistas.

II. Erros, Omissões e Contradições da Decisão

Conforme se verifica da Decisão do Colegiado, esta teve como premissa que "as 3 OPA apresentavam as mesmas condições, exceto pelo preço ofertado e destacou que, caso as ofertas apresentassem outras condições distintas que não apenas o preço, poder-se-ia adotar outra solução compatível com essas circunstâncias".

No mesmo sentido a SRE em seu memorando afirmou que (destaques da transcrição):

> *"59. Diante das preocupações apontadas no Relatório de Análise SDM, entendemos que a inclusão da previsão constante do § 7º do art. 12 da Instrução CVM 361 tem o intuito de, em casos de OPA para aquisição de controle em que haja OPA concorrente para aquisição de controle, permitir que a competição efetivamente se dê por meio de editais de OPA, uma vez que a decisão do acionista objeto poderia perpassar questões envolvendo diferenças nas condições ofertadas em cada OPA, como pagamento a prazo ou à vista, pagamento em dinheiro ou envolvendo permuta, entre outras.*
>
> *60. **A despeito de as 3 ofertas até o momento lançadas não apresentarem diferenças quanto aos quesitos acima mencionados**, nada impede que eventual nova OPA concorrente traga essa problemática, uma vez que a própria Instrução permite que uma OPA concorrente tenha características distintas da OPA com que concorrer.*
>
> *61. Dessa forma, nos casos de OPA para aquisição de controle em que haja OPA concorrente, não seria admitida elevação de preços por parte dos ofertantes no leilão conjunto, sendo que todas as condições e termos de cada oferta têm que ser divulgados no mínimo até 20 dias antes da realização do leilão, nos casos de novas OPA concorrentes (inciso V do art. 258 da LSA) ou aditamentos ao edital que não se refiram a aumento de preço e renúncia a condição (inciso I do § 3º do art. 5º da Instrução CVM 361), ou até 10 dias do leilão, nos casos de aumento de preço e renúncia a condição.*
>
> *62. Assim, a norma nos parece explícita e direcionada a uma situação que é totalmente aderente ao caso concreto no sentido de proibir a possibilidade de elevação de preços por parte dos ofertantes no leilão, **assegurando o prazo mínimo de 10 dias para que os acionistas objeto verifiquem todas as condições postas para cada OPA lançada, lembrando, inclusive, que tais OPA podem ter condições diferentes, o que prejudicaria a competição no leilão baseada apenas no preço por ação ofertado.**"*

O Diretor Gustavo Gonzalez também afirma em seu voto que "em benefício da síntese, assumo que todas as ofertas possuem as mesmas características e que a disputa gravita, portanto, exclusivamente em torno do preço por ação".

Ocorre que, conforme já demonstrado em correspondência encaminhada pelo Diretor de Relações com Investidores da Companhia à presidência desta Autarquia em 26.04 p.p. (Anexo I), as condições constantes do Edital da Enel e do Edital da Neoenergia ("Editais de OPA") são diferentes em questões fundamentais para os acionistas da Companhia e para esta própria.

É possível verificar na tabela abaixo que a diferença não se resume apenas ao preço por ação; há um compromisso de capitalização da Companhia presente na oferta da Enel que não está presente na oferta da Neoenergia.

Ofertantes	**Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A.**	**Neoenergia S.A.**
Data do último aditamento	26 de abril de 2018 (5º aditamento)	27 de abril de 2018 (2º aditamento)
Preço por Ação	R$32,20 (2.6)	R$32,10 (3.1)
Capitalização (valor e prazo)	Caso a Oferta seja bem-sucedida, a Ofertante promoverá, em até 30 dias contados da data em que for obtida a última aprovação regulatória ou da Data de Liquidação, o que	Sem disposição correspondente.

	ocorrer por último, operação de aumento de capital na Companhia no montante de, pelo menos, R$1.500.000.000,00 (7.2)	
	Sem prejuízo do compromisso assumido no item 7.2, compromete-se a Ofertante, na hipótese de insucesso das OPAs, contribuir com o montante de, pelo menos, R$1.500.000.000,00 no capital social da Companhia, nos mesmos termos e condições da oferta *follow on* divulgada pela Companhia em 16 de abril de 2018 (7.2.1), ao mesmo Preço por Ação da maior oferta feita pela Ofertante no âmbito de sua Oferta.	Sem disposição correspondente.

Conforme amplamente divulgado, desde novembro de 2017, a Companhia necessita de aporte de novos recursos para fazer frente ao seu plano de investimentos e financiar suas atividades.

Por esta razão, a Companhia havia decidido realizar oferta pública de distribuição primária de ações ("Follow-on"), conforme edital publicado em 17.04.18, a qual propiciaria um influxo de aproximadamente R$ 1,5 bilhão em recursos para a Companhia até o início deste mês de maio.

Com vistas a permitir a melhor evolução da competitividade das ofertas públicas de aquisição em curso, a Companhia cancelou o Follow-on, conforme fato relevante divulgado em 25.04.18.

Nesse contexto, a existência ou não de compromisso do ofertante de aportar recursos na Companhia possui papel decisivo nas expectativas futuras quanto à capacidade da Companhia de cumprir seu plano de investimentos e na decisão dos acionistas quanto à venda ou não de suas ações.

De fato, conforme se extrai dos Editais de OPA vigentes, apenas o Edital da Enel prevê capitalização no montante de, pelo menos, R$ 1,5 bilhão em até 30 dias contados da última aprovação regulatória ou da data de liquidação da oferta. Há previsão ainda de que, no caso de insucesso das OPAs, a Enel se compromete a aportar na Companhia o mesmo montante, nos mesmos termos e condições do Follow-on cancelado, ao mesmo preço por ação da maior oferta feita pela Enel no âmbito de sua oferta concorrente.

Por sua vez, o Edital da Neoenergia não possui qualquer compromisso de capitalização, tendo em vista que, após o cancelamento do Follow-on, o compromisso de subscrição de ações da Companhia por meio da ancoragem do Follow-on não mais subsiste.

Note-se que, ainda que a Neoenergia ou outro novo ofertante concorrente, se vencedor do leilão por ofertar o maior preço, venha a promover a capitalização da Companhia após a conclusão do leilão, não há qualquer previsibilidade quanto ao montante que seria capitalizado ou quanto às condições em que tal aumento ocorreria.

Por outro lado, na hipótese de efetivação do aumento de capital pela Enel, os acionistas teriam previsibilidade quanto à potencial diluição da base acionária decorrente da capitalização da Companhia, tendo em vista que teriam informações quanto ao montante do aumento de capital e ao preço das ações a serem emitidas.

Estamos diante, portanto, de ofertas que apresentam cenários distintos para o futuro da Companhia, com diferenças que vão além de meras disparidades de preço por ação.

Dito isto, registra-se que a premissa utilizada para fundamentar a decisão no sentido de que a diferença entre as OPAs gravitava exclusivamente em torno do preço por ação não se sustenta. As condicionantes não são as mesmas e este fato parece não ter sido considerado quando da análise das consultas apresentadas.

Diga-se, com a maior ênfase, que não se sustenta o possível argumento contrário de que é irrelevante a distinção entre OPA com compromisso de capitalização e OPA sem ele. Com efeito, se o ofertante A oferece o preço de R$ XX,10 por ação acompanhado do compromisso substancialmente irrevogável de capitalização da Companhia e o ofertante B oferece o preço de R$ XX,00 por ação ***sem esse compromisso****, a distinção não é apenas de preço.*

É claro que cada acionista está contrapondo (a) o seu interesse em deixar de ser acionista vendendo a um preço mais favorável, ao (b) interesse em manter-se acionista de uma companhia que, mais capitalizada com o ingresso de substanciais novos recursos, poderá valorizar-se acima do melhor preço oferecido.

Esta decisão, tomada com base nas premissas conhecidas até o momento da última oferta feita, poderia alterar-se se a vantagem adicional eventualmente oferecida pelo ofertante B, ***no momento do leilão (por hipótese, o preço de R$ XX,50 por ação),*** *fosse suficiente para fazer com que o acionista passasse a entender que, a este preço, o interesse em vender suas ações passaria a sobrepor-se ao interesse em ver a Companhia mais capitalizada, já que o valor presente do retorno previsível da capitalização prometida provavelmente não excederia o novo preço de R$ XX,50 por ação.*

Nesse contexto, o melhor processo de formação de preço e a decisão mais bem informada será tomada se, no momento do leilão, cada um dos ofertantes puder melhorar a sua oferta (respeitadas as demais condições e

compromissos já estabelecidos) e dar aos acionistas a oportunidade de rever a decisão anteriormente tomada entre preço do ofertante A ***com capitalização*** *e preço do ofertante B sem capitalização.*

Note-se que a própria presumível lógica da decisão tomada parece, com a devida vênia, apontar no sentido oposto de sua conclusão. De fato, é simples argumentar que, respeitado o texto do § 7º do art. 12 da ICVM 361, haveria um estímulo a que as melhores ofertas possíveis fossem antecipadas para a fase de ofertas escritas, evitando-se o diferimento para o leilão, se todas as ofertas são idênticas, exceto pela variável objetiva do preço. No entanto, se ao contrário, há variáveis subjetivas de decisão como ocorre no caso (o que é melhor para cada acionista? Preço X com capitalização ou Preço Y sem capitalização?), a possibilidade de que o processo decisório seja revisto, ou melhor, atualizado, no curso do leilão, deveria justificar que, à luz do art. 34 da ICVM 361, a apresentação de novos lances fosse facultada aos ofertantes originais, com ou sem interferência de terceiros.

Dito de outra forma, o que está em questão não é apenas o preço, mas sim o preço versus a existência ou não da obrigação de capitalização, variável tão importante na decisão de cada acionista quanto o pagamento em dinheiro ou em ações, à vista ou a prazo. Se essa equação decisória se altera, como poderia ocorrer no leilão competitivo, beneficiam-se os acionistas e o melhor funcionamento do mercado.

Com efeito, parece substancialmente contrário ao conceito de operação de bolsa, definida como o local de encontro de vendedores e compradores em busca do preço mais correto, como resultado do encontro das forças de demanda e oferta, uma operação onde a bolsa se transforma em mero órgão de registro de uma operação cujo resultado já terá sido sabido, no caso de não haver potencial oferta interferente, dez dias antes. Esta situação claramente se afasta das premissas estabelecidas pela CVM para a definição de ambiente de bolsa, conforme o art. 65 da Instrução CVM nº 461/07 ("ICVM 461") (notadamente o seu item II, c), tornando questionável tal enquadramento, o que não é desejável, especialmente para os próprios acionistas vendedores.

Isto é absolutamente verdadeiro, já que que o procedimento proposto sequer é compatível com a definição de mercado de bolsa que a CVM adotou na edição da ICVM 461, conforme se lê da Audiência Pública no. 06/07 (grifos da transcrição):

> *"A minuta propõe, então, uma classificação dos mercados de bolsa e de balcão organizado de acordo com alguns critérios. Em primeiro lugar, a CVM levará em conta as regras de formação de preços em seus ambientes ou sistemas. Nesse sentido, os mercados de* ***bolsa deverão sempre se organizar de forma a permitir a formação pública de preços****, embora, como reconhece a minuta mais adiante, essa formação possa se dar por meio de sistemas centralizados e multilaterais de negociação que possibilitem o encontro e a interação de ordens, ou mediante execução de ordens postas por intermediários formadores de mercado, dentro das condições que a bolsa vier a disciplinar e respeitadas as condições fixadas pela minuta."*

Se, no caso, não há formação pública de preços na bolsa, mas mero registro de um preço já formado antes e imutável (não havendo a possibilidade de o preço se formar ***na bolsa****, ou estando esta possibilidade condicionada a que um terceiro efetivamente interfira), não se trata de real operação de bolsa, mas sim de mercado de balcão.*

Argumentar-se-ia, num equívoco ainda maior, que as operações ditas "diretas" funcionam de forma similar. Não é verdade: numa operação direta é possível que outro vendedor, no momento da operação, ofereça preço mais favorável, mesmo que a operação tenha sido anunciada, na forma da Instrução CVM nº 168, com antecedência, ou que seja apregoada.

Há outro equívoco que deve ser afastado, por ser igualmente óbvio: modelos estrangeiros que poderiam servir de exemplo para o caso, já que preveem apenas ofertas escritas, nada têm a ver com a realidade nacional. De fato, em tais sistemas ***não existe um leilão forçado em bolsa, que se transformaria também em mero registro. A competição ocorre em um único ambiente, e não muda de um ambiente competitivo (a imprensa) para um ambiente não competitivo (a bolsa).***

Falar em procedimento não-competitivo em bolsa é, data vênia, uma contradição em termos. E dizer que ele só volta a ser competitivo, já havendo dois compradores potenciais, se um terceiro surgir, só piora a contradição.

Caminhamos assim, sempre com a devida vênia, par um ambiente onde os dois potenciais competidores... não podem competir – mesmo querendo, e com isto beneficiando os acionistas.

Lembre-se, finalmente, que na reforma da ICVM 361 pela Instrução CVM nº 487, pensou-se inicialmente em admitir a adoção, nesses casos, de um procedimento dito especial de liquidação, o que foi abandonado, exatamente para preservar o conceito de ***verdadeiro leilão em bolsa,*** *acima de qualquer contestação quanto à natureza da operação.*

Enfim, entrega de propostas à Companhia (até que não possam mais ser modificadas) dez dias antes do leilão ***não é formação pública de preços.*** *Ou seja,* ***não parece caracterizar-se como operação de bolsa.***

III. Conclusão

Em contraponto à premissa utilizada pelo Colegiado na Decisão, qual seja, que "as 3 OPA apresentavam as mesmas condições, exceto pelo preço ofertado e destacou que, caso as ofertas apresentassem outras condições

distintas que não apenas o preço, poder-se-ia adotar outra solução compatível com essas circunstâncias", no presente pedido de reconsideração destacou-se, de modo claro e objetivo, que as condições apresentadas nos Editais de OPA são substancialmente diferentes, não sendo adstritas tão somente ao preço por ação. Tanto o é que, a título exemplificativo, não podemos considerar um compromisso de capitalização de R$ 1,5 bilhão por parte de uma ofertante e a ausência de uma condição e/ou compromisso semelhante por parte de uma outra ofertante como situações "semelhantes".

Por todo o exposto, entende a Companhia que a Decisão deve ser reformada, de forma a considerar as distinções factuais absolutamente relevantes que impactam diretamente na sua conclusão, pelos motivos abaixo:

(i) O Colegiado da CVM assumiu que todas as ofertas possuíam as mesmas características e condições, exceto pelo preço por ação;(ii) Como demonstrado acima, a oferta da Neoenergia não apresentou compromisso de capitalização, ao passo que a oferta da Enel apresentou tal compromisso;

(iii) Em razão da melhor evolução da competitividade entre as OPAs em curso (bem como outras novas potenciais ofertas), buscando, assim, maximizar valor para os acionistas, sem prejuízo do atendimento das necessidades de capitalização da Companhia, o Follow-on foi cancelado;

(iv) O compromisso de aportar recursos na Companhia reforça a necessidade quanto à capacidade da Companhia de cumprir seu plano de investimentos;

(v) As ofertas apresentam cenários distintos para o futuro da Companhia, com diferenças que vão além de meras disparidades de preço por ação.

Dito isto, requer-se que o e. Colegiado reconsidere seu entendimento de sorte a possibilitar a livre concorrência na data do leilão mesmo que não haja interferência compradora."

<u>II. Nossas Considerações</u>

6. Preliminarmente, ao analisarmos as alegações apresentadas pelo Recorrente no Pedido de Reconsideração, cabe esclarecer que o pleito em tela foi recepcionado nos termos do item IX da Deliberação CVM nº 463/03 ("Deliberação CVM 463"), conforme transcrito abaixo:

> *"IX - A requerimento de membro do Colegiado, do Superintendente que houver proferido a decisão recorrida, ou do próprio recorrente, o Colegiado apreciará a alegação de existência de erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, corrigindo-os se for o caso, sendo o requerimento encaminhado ao Diretor que tiver redigido o voto vencedor no exame do recurso, no mesmo prazo previsto no item I, e por ele submetido ao Colegiado para deliberação."*

7. Vale ressaltar que o Recorrente alega erros nas premissas utilizadas pelo Colegiado da CVM para fundamentar sua Decisão, o que ensejaria a necessidade de reapreciação do tema em questão.

8. Assim, o Recorrente entende que as 2 OPA concorrentes atualmente vigentes não são dotadas das mesmas condições, tendo em vista que a OPA Enel conta com um compromisso por parte da ofertante de capitalização da Companhia, enquanto que não há compromisso equivalente nos termos do Edital da OPA Neoenergia.

9. Em virtude dessas supostas condições diferentes, o Recorrente acredita que ambas as ofertantes deveriam estar aptas a elevar seu preço no leilão, sendo que cada um dos ofertantes, nesse contexto, poderia melhorar a sua oferta, respeitadas as demais condições e compromissos já estabelecidos, cabendo ao acionista objeto aderir ou não à OPA com base não somente no preço, mas também em tais compromissos assumidos pelos ofertantes.

10. Antes de analisarmos a questão trazida pelo Recorrente, cabe pontuar o que prevê a Instrução CVM 361, na seção "*PROCEDIMENTO GERAL DE OPA – Princípios Gerais*", nos seguintes termos:

> *"Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:*
>
> *(...)*
>
> *II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA;"* (grifo nosso)

11. O regramento aplicável a operações dessa natureza prevê a elaboração do Instrumento de OPA ("Edital") e do Laudo de Avaliação (quando exigível), documentos que entendemos serem aqueles que dotarão os acionistas objeto dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da oferta, nos termos do dispositivo supra.

12. O Anexo II da Instrução CVM 361, por sua vez, descreve os requisitos informacionais exigidos para o Edital, dentre os quais, conforme veremos abaixo, não há qualquer menção a planos ou compromissos futuros do ofertante em relação à Companhia:

> *"ANEXO II*

REQUISITOS DO INSTRUMENTO DE OPA

I – O Instrumento da OPA conterá:

a) a identificação da companhia objeto, da instituição intermediária e do ofertante, inclusive, quanto a este, quando for o caso, do seu controlador, com a descrição do seu objeto social, setores de atuação e atividades por ele desenvolvidas;

b) menção expressa ao fato de tratar-se de Oferta Pública de Aquisição e detalhamento do seu objeto, de acordo com a modalidade de OPA;

c) número, classe e espécie das ações objeto;

d) preço ou outra forma de contraprestação;

e) principais termos e condições da oferta;

f) a data, local e hora de início do leilão de OPA;

g) outras informações relativas ao leilão de OPA, inclusive as advertências de que os acionistas que desejarem aceitar a OPA, vendendo as suas ações no leilão, deverão atender as exigências para a negociação de ações constantes do regulamento de operações da bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que for realizar-se o leilão, e de que os acionistas poderão aceitar a OPA por meio de qualquer pessoa autorizada a operar no respectivo mercado;

h) informações sobre a companhia objeto, inclusive:

> *1. quadro com a sua composição acionária, com a discriminação nominal e percentual das ações em circulação, separadas por espécie e classe, e, ainda, daquelas de titularidade do acionista controlador, de pessoas a ele vinculadas, de administradores e aquelas em tesouraria;*
>
> *2. quadro demonstrativo dos indicadores econômico-financeiros da companhia objeto, relativos aos dois últimos exercícios e ao trimestre anterior disponibilizado à CVM, elaborado em consonância com as informações periódicas enviadas à CVM;*
>
> *3. indicação do preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto, discriminadas por espécie e classe, o valor do patrimônio líquido por ação e o valor econômico por ação, em conformidade com o laudo de avaliação; e*
>
> *4. informação sobre a situação do registro da companhia objeto perante a CVM, quando se tratar de oferta formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada;*

i) número, classe, espécie e tipo dos valores mobiliários da companhia objeto detidos pelo ofertante ou por pessoas vinculadas;

j) número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto tomados ou concedidos em empréstimo pelo ofertante ou por pessoas vinculadas;

k) exposição do ofertante e pessoas vinculadas em derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto;

l) informações detalhadas sobre contratos, pré-contratos, opções, cartas de intenção ou quaisquer outros atos jurídicos dispondo sobre a aquisição ou alienação de valores mobiliários da companhia objeto dos quais o ofertante ou pessoas vinculadas sejam parte ou beneficiários;

m) descrição detalhada de contratos, pré-contratos, opções, cartas de intenção ou quaisquer outros atos jurídicos similares celebrados nos últimos 6 (seis) meses entre:

1. o ofertante ou pessoas a ele vinculadas; e

2. a companhia objeto, seus administradores ou acionistas titulares de ações representando mais de 5% (cinco por cento) das ações objeto da OPA ou qualquer pessoa vinculada às pessoas acima;

n) a informação de que o laudo de avaliação, quando for o caso, e o edital se encontram disponíveis a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto e na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva realizar-se o leilão, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM e da companhia objeto, se esta última o possuir;

o) informação de que se encontra à disposição de eventuais interessados, mediante identificação e recibo, no endereço do ofertante, na sede da companhia objeto, na instituição intermediária, na CVM e na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva realizar-se o leilão da OPA, a relação nominal de todos os acionistas da companhia objeto, com os respectivos endereços e quantidade de ações, discriminadas por espécie e classe, inclusive em meio eletrônico;

p) tratando-se de OPA de permuta ou mista, os mesmos elementos exigidos na regulamentação própria da CVM para o anúncio de início de distribuição dos valores mobiliários da mesma espécie dos ofertados; e

q) a informação a que se refere o art. 15.

II – Do instrumento da OPA constará, ainda, se for o caso, a data do deferimento do pedido de registro da OPA na CVM, com a informação, em destaque, de que o deferimento do pedido de registro da OPA não implica, por parte da CVM, garantia da veracidade das informações prestadas, julgamento sobre a qualidade da companhia objeto ou o preço ofertado pelas ações objeto da OPA." (grifos nossos)

13. Conforme se verifica do acima exposto, o Edital de OPA deve apresentar inúmeras informações a respeito da oferta, da companhia objeto, bem como do ofertante ou pessoas a ele vinculadas.

14. Não obstante, ainda que os acionistas objeto da OPA possam utilizar todas as informações constantes do Edital, bem como outras disponíveis no mercado, para tomar sua decisão com relação à alienação ou não de suas ações em uma operação dessa natureza, entendemos que, para fins de OPA concorrentes, as informações básicas que **necessitariam ser similares** para que fizesse sentido a realização do leilão conjunto seriam: (i) o número de ações objeto da OPA (se parcial ou total); (ii) a forma de pagamento (se em dinheiro ou por permuta); e (iii) a condição de pagamento (se à vista ou a prazo).

15. De outra forma, caso a comparação entre OPA concorrentes dependesse ainda da análise dos planos de gestão de cada ofertante para com a companhia objeto, caso fossem vencedores no leilão, entendemos que a possibilidade de realização de leilão conjunto para OPA concorrentes restaria esvaziada, pois o número de variáveis que deveriam estar em análise tornariam inviáveis qualquer possibilidade de tomada de decisão por partes dos acionistas em um ambiente de leilão.

16. No caso concreto, as OPA concorrentes até o momento publicadas possuem o mesmo número de ações objeto, pagamento em dinheiro e à vista, garantia de liquidação financeira (obrigação normativa), mesma modalidade e quantidade mínima de ações a serem adquiridas (obrigação legal).

17. Em nosso entendimento, tais características classificam as OPA até então lançadas como similares, ao contrário do que alega o Recorrente.

18. O fato de um dos ofertantes ter assumido, no Edital de sua oferta, um compromisso de capitalização, caso obtenha sucesso na OPA e se torne acionista controlador da Companhia, em nosso ver não seria suficiente, salvo melhor juízo, para afastar a tese de que a decisão do acionista, no presente caso, se dará essencialmente em função do maior preço ofertado.

19. Nos parece que os formatos de gestão ou possibilidades de reestruturação da Companhia, após a mesma passar a ter um novo controlador definido, vão muito além do que se espera em uma OPA, que é a possibilidade de todos os acionistas venderem suas ações, se assim desejarem, pelo melhor preço possível e tendo a garantia de recebimento dos valores devidos.

20. Portanto, o compromisso de capitalização assumido por um dos ofertantes trata-se de um ato de gestão a ser tomado *a posteriori*, sendo que tais atos sempre existirão e sempre farão parte do dia-a-dia de uma companhia.

21. Ademais, nos parece que o entendimento trazido pelo Recorrente tenderia a dificultar a possibilidade de haver interferência compradora e aumentos de preço no leilão, uma vez que os acionistas, a cada alteração de preço realizada pelos ofertantes, estariam diante de novas ponderações a serem realizadas, considerando que o preço ofertado pode afetar a capitalização da Companhia, de modo que tais acionistas necessitariam de mais tempo para reformularem suas decisões, o que não é compatível com o processo decisório que ocorre em um leilão.

22. Dessa forma, caso o Colegiado da CVM entenda fazer sentido os argumentos trazidos pelo Recorrente, de forma a considerar as OPA subsistentes como apresentando condições distintas, nos parece coerente que a regra atual do processo competitivo pelo controle da Companhia seja ajustada, reconhecendo a impossibilidade de haver interferência compradora e aumento de preço no leilão, devendo os ofertantes apresentarem suas melhores propostas até 10 dias antes do leilão, tendo os acionistas objeto das OPA até a data do leilão para tomarem uma decisão refletida e independente sobre em qual das ofertas preferem alienar suas ações, considerando em tal decisão todos os aspectos que julgarem relevantes.

23. Diante do exposto, entendemos que não houve equívoco nas premissas adotadas pelo Colegiado da CVM ao assumir, em sua decisão, que as OPA para aquisição de controle da Companhia atualmente publicadas têm condições similares.

24. Consequentemente, não vemos motivos para reforma no regramento definido pelo Colegiado da CVM quanto às possibilidades de aumento de preço pelos ofertantes da forma como foi definida, abaixo transcrita:

"Quanto à possibilidade de elevação de preço por parte dos ofertantes concorrentes e de haver interferência compradora, ambos no leilão, o Colegiado da CVM, por maioria de votos (restando vencido o Diretor Gustavo Gonzalez, que acompanhou integralmente a SRE sobre esse ponto), entendeu pela possibilidade de haver interferência compradora no leilão conjunto, desde que o eventual interferente, de forma a garantir a integridade da operação, apresente, quando da divulgação de sua intenção (que deverá ocorrer imutavelmente até 24/05/2018), documento que comprove o atendimento ao previsto no § 4 do art. 7º da Instrução CVM 361.

Em sua manifestação de voto, o Diretor Gustavo Gonzalez justificou sua divergência por entender que a possibilidade de combinação de diferentes mecanismos de disputa de preço não seria adequada, pois daria ao potencial interferente uma condição mais favorecida decorrente do fato de que esse terá uma informação adicional, desconhecida dos demais, referente à sua intenção de interferir, e, consequentemente, acerca do procedimento que seria ao final utilizado para a determinação do preço da OPA.

No caso de haver a divulgação da intenção de interferir no leilão, o Colegiado da CVM, por maioria, entendeu que, com a finalidade de preservar as mesmas condições para todos os ofertantes, deve ser afastada

a aplicação do § 7º do artigo 12 da Instrução CVM 361, permitindo aos ofertantes que tenham publicado edital ou solicitado registro de OPA elevarem o preço da oferta no leilão, desde que o interferente realmente apresente oferta de compra na data do leilão. Caso contrário, a regra do § 7º do artigo 12 da Instrução CVM 361 deve ser mantida.

Na sua decisão, o Colegiado levou em consideração que as 3 OPA apresentavam as mesmas condições, exceto pelo preço ofertado e destacou que, caso as ofertas apresentassem outras condições distintas que não apenas o preço, poder-se-ia adotar outra solução compatível com essas circunstâncias.

Por fim, o Colegiado da CVM entendeu, vencido o Diretor Gustavo Gonzalez, oportuno destacar que os ofertantes das OPA, bem como pessoas a eles vinculadas, não poderão figurar como interferentes no leilão.

(i) os aumentos de preço pelos ofertantes poderiam ocorrer no máximo até 24/05/2018, ou seja, a 10 dias da realização do leilão, respeitando o previsto no inciso I do § 3º do art. 5º da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361");

(ii) a publicação na imprensa de eventuais aditamentos aos editais de OPA poderia ocorrer em até dois dias úteis após a efetiva divulgação de tais aditamentos por meio da rede mundial de computadores, no site do ofertante, da companhia objeto da OPA, da CVM e da B3 (nos últimos 2 casos, através do Sistema Empresas.Net);

(iii) é possível haver interferência compradora no leilão conjunto, desde que o eventual interferente, de forma a garantir a integridade da operação, apresente, quando da divulgação de sua intenção (que deverá ocorrer imutavelmente até 24/05/2018), documento que comprove o atendimento ao previsto no § 4º da art. 7º da Instrução CVM 361;

(iv) no caso de haver a divulgação da intenção de interferir no leilão, deve ser afastada a aplicação do § 7º do artigo 12 da Instrução CVM 361, permitindo aos ofertantes que tenham publicado edital ou solicitado registro de OPA elevarem o preço da oferta no leilão, desde que o interferente realmente apresente oferta de compra na data do leilão. Caso contrário, a regra do § 7º do artigo 12 da Instrução CVM 361 deve ser mantida; e

(v) os ofertantes das OPA, bem como pessoas a eles vinculadas, não poderão figurar como interferentes no leilão."

25. Subsidiariamente, caso o Colegiado da CVM entenda de forma diversa desta área técnica e acolha o pedido de reconsideração em tela no que tange ao reconhecimento de que o compromisso de capitalização da Companhia assumido por um dos ofertantes faz com que as OPA apresentem condições distintas, entendemos que, nessa hipótese, a possibilidade de haver interferência compradora e elevação de preço no leilão, tendo o acionista que, durante o leilão, avaliar as ofertas quanto a preço e compromissos assumidos, não seria razoável.

26. Ademais, ressalta-se que, de acordo com o regramento do processo competitivo em tela, ficou estabelecido que os aumentos de preço pelos ofertantes poderiam ocorrer no máximo até 24/05/2018, ou seja, a 10 dias da realização do leilão, respeitando o previsto no inciso I do § 3º do art. 5º da Instrução CVM 361.

27. Se considerarmos a existência de duas ofertas com características distintas, entendemos que o mesmo prazo acima, de pelo menos 10 dias, deveria ser observado para a divulgação de aumentos de preço pelos ofertantes.

28. Tal prazo seria necessário para os acionistas objeto avaliarem se, por exemplo, um preço um pouco maior por parte de um ofertante compensaria os planos de gestão e compromissos divulgados por outros ofertantes.

29. Acreditamos que toda essa tomada de decisão, avaliando preço e condições diferentes, se assim forem consideradas no momento do leilão, como quer o Recorrente, não permitiria uma tomada de decisão refletida e independente quanto à aceitação de uma OPA ou de outra.

30. Assim, caso o Colegiado da CVM divirja da posição desta área técnica, entendemos que eventuais elevações de preço devam ser publicadas por meio de aditamentos ao editais de OPA até 10 dias do leilão, conforme exposto na Decisão, sem a possibilidade de haver interferências compradoras ou aumentos de preço durante o referido leilão.

31. Nesse cenário, a competição pelo controle da Companhia se daria única e exclusivamente por meio de aditamentos as editais das OPA, sendo que a entrada de novos concorrentes, bem como a realização de modificações nos editais das ofertas que não se deem em função de aumento de preço ou renúncia a condição para efetivação da OPA, deveriam observar o prazo de 20 dias constante do inciso I do § 3º do art. 5º da Instrução CVM 361, o que seria inviável para o presente caso, dado que tal prazo expiraria em 14/05/2018, fazendo com que os prazos já divulgados por meio da Decisão tenham que ser então redefinidos.

III. Conclusão

32. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Memorando, que trata do Pedido de Reconsideração da decisão do Colegiado da CVM datada de 02/05/2018, à SGE, solicitando que o mesmo seja submetido ao Colegiado para deliberação, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, nos termos do inciso IX da Deliberação CVM 463, sugerindo a manutenção da Decisão, pois em nosso entendimento:

(i) não foi possível constatar erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, que ensejariam a reapreciação do tema por parte do

Colegiado da CVM; e

(ii) as OPA concorrentes até o momento lançadas são materialmente similares, possuindo equivalência nos quesitos relevantes como ações objeto, forma de pagamento e condição de aquisição de ações mínima, possibilitando que a competição entre as ofertas se dê por meio dos preços ofertados.

33. Subsidiariamente, caso o Colegiado da CVM conclua que o compromisso de capitalização da Companhia assumido por um dos ofertantes faz com que as OPA apresentem condições materialmente distintas que possam influenciar a decisão a ser tomada por seus acionistas objeto, entendemos que, nessa hipótese, a possibilidade de haver interferência compradora e elevação de preço no leilão, tendo o acionista que, durante o leilão, avaliar as ofertas quanto a preço e compromissos assumidos, não seria razoável, devendo ser adotado o procedimento proposto por esta área técnica inicialmente, por meio do Memorando nº 27/2018-CVM/SRE/GER-1[2], porém procedendo com os ajustes necessários nos prazos até o momento definidos.

---

[1] Naquela ocasião, havia ainda uma terceira OPA para aquisição de controle da Companhia, proposta pela Energisa S.A. No entanto, referida OPA foi revogada em virtude da verificação de condições para revogação, restando as duas OPA já mencionadas no processo competitivo.

[2] *"(i) somos favoráveis à realização de leilão conjunto para as 3 OPA para aquisição de controle concorrentes (elaboradas respectivamente por Energisa, Enel e Neoenergia), a ser realizado imutavelmente em 04/06/2018, ou seja, no primeiro dia útil posterior ao 30º dia após a divulgação da decisão do Colegiado da CVM;*

(ii) somos favoráveis ao estabelecimento de um prazo máximo para apresentação e aceitação de propostas finais de todos os ofertantes no presente caso, da seguinte forma:

- em sendo o leilão conjunto remarcado imutavelmente para 04/06/2018, conforme acima, eventuais novas OPA concorrentes poderiam ser lançadas no máximo até 14/05/2018, ou seja, a 20 dias da realização do leilão;

- em sendo o leilão conjunto remarcado imutavelmente para 04/06/2018, conforme acima, os aumentos de preço pelos ofertantes poderiam ocorrer no máximo até 24/05/2018, ou seja, a 10 dias da realização do leilão;

- entendemos que tal procedimento compatibiliza os prazos previstos na regulamentação aplicável e dá previsibilidade à operação ora em análise.

(iii) somos favoráveis à dispensa da publicação de aditamento ao edital com alteração de preço ou renúncia a condições em jornal de grande circulação; e

(iv) somos contrários à possibilidade de elevação de preço por parte dos ofertantes concorrentes no leilão e à aceitação de eventuais interferentes compradores no leilão."

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Gerente de Registros - 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

Atenciosamente,

DOV RAWET
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral

Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer**, **Analista**, em 11/05/2018, às 16:53, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro**, **Gerente**, em 11/05/2018, às 16:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet**, **Superintendente de Registro**, em 11/05/2018, às 17:01, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos**, **Superintendente Geral**, em 11/05/2018, às 18:49, 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, informando o código verificador **0515531** e o código CRC **9E39DC1B**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0515531** and the "Código CRC" **9E39DC1B**.*