



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.07811/2018-06

Reg. Col. nº 1360/2019

Interessados: Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.
Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A.

Assunto: Consulta acerca da possibilidade de adoção de procedimento diferenciado em OPA para cancelamento de registro

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de consulta formulada pela Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A. (“Enel” ou “Consulente”) acerca da possibilidade de adoção de procedimento diferenciado, nos termos do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002, em eventual oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) para cancelamento de registro da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. (“Eletropaulo” ou “Companhia”) a ser lançada pela Consulente.
2. O procedimento diferenciado pleiteado pela Enel consiste na utilização do quórum de adesão da OPA voluntária concorrente para aquisição de controle da Eletropaulo por ela lançada (“OPA Concorrente Enel”) – cujo leilão foi realizado na B3 em 30.05.2018, resultando na aquisição de controle da Eletropaulo pela Enel em processo competitivo – no cômputo do quórum de sucesso de eventual OPA para cancelamento de registro a ser por ela formulada.
3. Nesse contexto, a Enel pleiteia, ainda, a possibilidade de proceder ao resgate das ações de emissão da Companhia remanescentes, nos termos do artigo 4º, § 5º, da Lei nº 6.404/1976, após finalizada a OPA para cancelamento de registro da Eletropaulo.
4. Por fim, solicita a Consulente que seja concedido tratamento confidencial à consulta apresentada.
5. Pelas razões que passo a expor, e diante das circunstâncias que permeiam o caso concreto, diferentemente da área técnica, entendo ser cabível tanto o procedimento proposto pela Enel na



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

referida OPA quanto a manutenção do tratamento confidencial conferido à consulta por certo período após a decisão deste Colegiado.

II. PEDIDO DE CONFIDENCIALIDADE

6. Quanto ao pedido de tratamento confidencial à presente consulta formulado pela Enel, entende a área técnica, após ter conferido tal tratamento no curso da análise da consulta, que tanto a decisão do Colegiado da CVM quanto a própria consulta devem ser tornadas públicas imediatamente após a publicação do extrato da ata da reunião do Colegiado que deliberou sobre o assunto.

7. Além disso, a SRE também sugere que seja fixado um prazo para que a Consulente apresente o pedido de registro da oferta ou “anuncie ao mercado, de maneira inequívoca, que não pretende realizar a OPA dentro do período de 6 (seis) meses”, nos termos do artigo 4º-A, § 4º, da Instrução CVM nº 361/2002.

8. De plano, parece-me importante destacar a importância de a CVM analisar esse tipo de matéria em sede de consulta. Dentre os diversos fatores que explicam o tempo necessário para o lançamento de uma OPA, pode-se destacar o fato de que essas, por vezes, envolvem discussões jurídicas complexas, muitas delas inéditas. A discussão que nos foi submetida é justamente um desses casos.

9. Tenho que as consultas são o instrumento mais adequado para lidarmos com essas novas questões. Os procedimentos de registro estabelecidos nas regras que disciplinam as ofertas públicas, tanto de distribuição quanto de aquisição, foram pensados para processo ordinários de registros, que seguem, em linhas gerais, as práticas já estabelecidas, e não para resolver questões jurídicas complexas. De certo, em determinadas situações não é possível segregar o enfrentamento dessas questões do próprio processo de registro, mas quando o é – como nesse caso – parece-me que a consulta deve ser o instrumento prestigiado.

10. A possibilidade de manutenção da consulta em sigilo, naturalmente apenas por um período razoável, é um componente importante para que as consultas passem a ser mais utilizadas. Com efeito, em certas matérias o tratamento confidencial é verdadeira pré-condição para que o assunto seja levado à CVM em sede de consulta.

11. Em certos casos, a proteção dos legítimos interesses dos participantes do mercado pode ser alcançada por meio de uma medida menos drástica: a simples omissão, em nossas manifestações, de informações que permitam identificar o consulente. Outros casos, no entanto, envolvem fatos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

tão particulares que a simples omissão do nome da consulente não seria capaz de resguardar sigilo sobre a operação pretendida. Essa parece ser a situação do caso em tela, que envolveu uma disputa pelo controle que só havia sido vista em outra oportunidade, poucos anos após a criação dessa CVM¹.

12. No caso em tela, a Enel avalia o lançamento de uma OPA para cancelamento de registro. A autorização para adoção de procedimento diferenciado, objeto deste processo, é um dos fatores que parecem relevantes para tomada de uma decisão definitiva acerca da matéria.

13. Parece-me claro, de um lado, que consultas como essa não podem ser mantidas indefinidamente em sigilo. Digo isso não só pelo fato de a Lei nº 12.527/2011 estabelecer a publicidade como preceito geral e o sigilo como exceção (artigo 3º, I), como também em razão de que as respostas da CVM fornecem orientações importantes para outros participantes do mercado.

14. De outro lado, não se pode ignorar a importância de que as ofertas públicas sejam preparadas em sigilo. Nesse sentido, o artigo 4º-A da Instrução CVM nº 361/2002 estabelece que “o ofertante deve guardar sigilo a respeito da OPA até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que seus administradores, empregados, assessores e terceiros de sua confiança também o façam”.

15. Aliás, reconhecendo a relevância do sigilo no contexto de preparação das ofertas públicas, o Colegiado da CVM editou recentemente a Deliberação CVM nº 809/2019, que cuidou de instituir e disciplinar o procedimento de análise reservada dos pedidos de registro de oferta pública de distribuição de ações, bem como dos pedidos de registro de companhia aberta relacionados a tais ofertas públicas.

16. Dentre outras finalidades, o sigilo busca evitar uma volatilidade excessiva do mercado em

¹ Tratou-se de disputa pelo poder de controle da Companhia Mineira de Eletricidade ocorrida em 1978. À ocasião, foi lançada, pela Companhia Força e Luz Cataguazes Leopoldina, OPA voluntária para aquisição de controle da companhia objeto, ao passo que a Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG) formulou OPA concorrente para entrar na disputa pelo controle da Companhia Mineira de Eletricidade. Para maiores detalhes sobre o caso, ver CANTIDIANO, Luiz Leonardo. A aquisição do controle acionário da Cia. Mineira de Eletricidade: um caso polêmico. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 63-74. Ver também: MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 312.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

razão da possibilidade de lançamento de uma OPA²⁻³. Essas ofertas usualmente envolvem um preço superior àquele praticado no mercado. Conseqüentemente, o anúncio de uma OPA costuma ter um impacto bastante significativo na cotação das ações-objeto. A divulgação imediata de nossa resposta à consulta tornaria pública a possibilidade de a Enel formular uma OPA para cancelamento de registro, sem que, de fato, haja uma decisão concreta a esse respeito. A informação geraria enorme especulação no mercado, ao passo que não cumpriria a finalidade de informar os investidores.

17. Nesse sentido, entendo que o preceito geral de publicidade dos atos da administração estabelecido pela Lei nº 12.527/2011 não afastou as regras de sigilo previstas nas legislações específicas. Por exemplo, o artigo 157, §5º, da Lei nº 6.404/1976 expressamente prevê que os administradores de companhias abertas podem consultar à CVM sobre sua decisão de não divulgar imediatamente informação relevante por entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia⁴. A exigência de imediata divulgação da decisão da CVM acerca do pedido de confidencialidade, sob o fundamento da Lei de Acesso à Informação, tornaria letra morta a regra do §5º do artigo 157 da Lei Societária, que permanece em vigor.

18. A prerrogativa de manter em sigilo informações relevantes é frequentemente utilizada para evitar a divulgação de negócios em momento em que não há certeza de sua concretização⁵. Trata-se de medida salutar, que evita uma volatilidade desmedida no mercado, ainda que deva, naturalmente, ser sempre acompanhada de cuidados necessários para evitar a prática do *insider trading*.

19. Noto, ademais, que o artigo 260 da Lei nº 6.404/1976 estabelece que “até a publicação da

² Nessa direção, ressalto que a Diretiva 2004/25/CE, que regula as OPAs na Comunidade Europeia, elenca o sigilo na fase de estruturação da oferta como um dos princípios gerais (artigo 1º, “e”): “Um oferente só deve anunciar uma oferta depois de se assegurar de que está em plenas condições de satisfazer integralmente qualquer contrapartida em numerário, caso a oferta tenha sido feita nesses termos, e depois de tomar todas as medidas razoáveis para garantir a entrega de qualquer outro tipo de contrapartida”.

³ Sobre o assunto cf. KERSHAW, David. *Principles of Takeover Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, pp. 155 e ss.

⁴ § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

⁵ Sobre o assunto, reporto-me ao voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.004805/2016-27 (RJ2014/3402), j. em 13.12.2018, do qual fui relator. Cabe lembrar, nesse ponto, que tal prerrogativa se esvai quando há vazamento da informação ou oscilação atípica na cotação ou volume das ações objeto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar.” A rigor, o dispositivo não se aplica à possível oferta de cancelamento de registro, uma vez que se insere na seção destinada à aquisição de controle mediante oferta pública. Parece-me, contudo, que essa interpretação literal da lei vai contra os seus objetivos, além de tratar as diferentes modalidades de OPA de modo injustificadamente assistemático.

20. Nesse ponto, não se pode olvidar que a OPA para aquisição de controle era a única que constava do anteprojeto elaborado por Lamy e Bulhões. Ressalto, por fim, como bem destacado por Nelson Eizirik, que o artigo 260 da Lei nº 6.404/1976 está em consonância com o artigo 157, §5º, daquele mesmo diploma⁶, fato que corrobora uma interpretação ampliativa da regra legal de sigilo das OPAs.

21. Diante de todo o exposto, voto pela manutenção do tratamento confidencial à presente consulta pelo prazo de 6 meses, contados da data de decisão do Colegiado, ou até que seja publicado o fato relevante referente à OPA ou publicado o seu instrumento, a fim de que a Consulente possa tomar uma decisão quanto à viabilidade e conveniência de lançar uma OPA para cancelamento de registro da Eletropaulo. Findo esse prazo, voto para que seja conferida publicidade tanto à consulta quanto à decisão deste Colegiado, por meio da publicação do extrato da ata.

22. Na hipótese de o processo somente se tornar público após o decurso do prazo de seis meses, proponho, ainda, em linha com o disposto no artigo 4º-A, §4º, da Instrução CVM nº 361/2002, que a Consulente, quando da divulgação da nossa decisão, seja instada a (i) publicar o instrumento de OPA, nos termos do artigo 11 da Instrução CVM nº 361/2002 ou (ii) anunciar ao mercado, de maneira inequívoca, que não pretende realizar a OPA dentro do período de 6 (seis) meses. A despeito do tempo transcorrido entre a nossa decisão e a divulgação da consulta, parece-me que tal medida é importante para evitar a criação de uma volatilidade excessiva em razão da expectativa de lançamento de uma OPA.

23. Registro, ainda, que, na hipótese de a informação escapar ao controle da Enel ou se houver oscilação atípica na cotação ou volume das ações de emissão da Eletropaulo, ela deverá observar

⁶ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume IV – Artigos 206 a 300. 2ª Edição, Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 390.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

o disposto no § 2º do artigo 4º-A da Instrução CVM nº 361/2002, bem como no parágrafo único do artigo 6º da Instrução CVM nº 358/2002.

III. CONTEXTO DA CONSULTA

24. Para que se possa analisar o pleito formulado pela Consulente, impõe-se, primeiramente, contextualizar os fatos que envolvem a presente consulta.

25. Em julho de 2018, por meio da realização da OPA Concorrente Enel, bem como de aquisições supervenientes realizadas nos termos do artigo 32-A da Instrução CVM nº 361/2002, a Enel – que, até então, não detinha nenhuma ação da Eletropaulo – passou a ser titular de 93,3% do capital social total e 95,14% do capital votante da Companhia.⁷ Visto de outra forma, a OPA Concorrente Enel acarretou uma drástica redução do *free float* da Companhia, que passou de 98,17% do total de ações para apenas 4,86%.

26. Na sequência, em cumprimento a obrigação assumida no edital da OPA Concorrente Enel – mediante a qual a Enel se comprometeu a aportar, pelo menos, R\$1.500.000.000,00 (um bilhão e quinhentos milhões de reais) na Companhia –, foi deliberado aumento do capital social da Eletropaulo mediante subscrição privada de novas ações. Naquela ocasião, 99,62% do *free float* remanescente da Companhia optou por não exercer seu direito de preferência, nos termos do artigo 171 da Lei nº 6.404/1976.

27. Em decorrência disso, a participação acionária da Enel na Companhia sofreu novo aumento, passando para 94,4% do total do capital social e 95,9% do capital votante⁸ – e, portanto, intensificando a concentração acionária já verificada quando da liquidação da OPA Concorrente Enel. Por sua vez, o *free float* da Eletropaulo passou a representar 4,06% de seu capital social.

28. Com relação à composição da base acionária atual da Companhia, vale destacar, ainda, que, segundo relato da Consulente, dos 57.219 acionistas da Eletropaulo, a esmagadora maioria (52.163 acionistas, ou 91,2% do total dos acionistas da Companhia) detém menos de 100 ações cada – abaixo, inclusive, do lote padrão para negociação das ações no mercado.

29. Ademais, considerando a base acionária atual, a Consulente aponta que apenas 101 acionistas participaram de assembleias gerais da Eletropaulo desde 2015 – isto é, 0,17% do total de acionistas, titulares de 0,38% do capital social –, sendo que grande parte desses acionistas (95

⁷ Tendo em vista que, à ocasião, 1,8% das ações de emissão da Companhia encontravam-se em tesouraria.

⁸ Atualmente – após o aumento de capital –, 1,53% das ações de emissão da Companhia encontram-se em tesouraria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

dos 101) votou apenas na assembleia geral extraordinária de 12 de setembro de 2017, que aprovou a migração da Companhia para o Novo Mercado, segmento especial de listagem da B3.

30. A propósito, cumpre registrar que, por ser atualmente listada no Novo Mercado, a Companhia é obrigada a atender ao percentual mínimo de ações em circulação determinado pelo Regulamento do Novo Mercado, correspondente a, pelo menos, **(i)** 25% do capital social; ou **(ii)** 15% do capital social, desde que haja volume financeiro médio diário de negociação de R\$25 milhões.

31. Diante de tal contexto e, considerando, principalmente, **(i)** a baixa liquidez das ações de emissão da Companhia; **(ii)** a depreciação significativa sofrida pelas ações de sua emissão desde a OPA Concorrente Enel; **(iii)** o fato de que, na percepção da Enel, a atual cotação das ações de emissão da Companhia não reflete seu valor justo; e **(iv)** a incapacidade de a Companhia atender ao requisito mínimo estipulado no Regulamento do Novo Mercado referente ao percentual de ações em circulação, a Consultante entende ser do interesse da Companhia o cancelamento de seu registro como companhia aberta.

32. Propõe, para tanto, a adoção de procedimento diferenciado que – ante o sucesso da OPA Concorrente Enel – consistiria em se valer do quórum de adesão daquela oferta para o quórum de sucesso, previsto no artigo 16, II, da Instrução CVM nº 361/2002, da OPA para cancelamento de registro da Companhia, com a possibilidade de aplicação, ao final do prazo da OPA, da regra de resgate, prevista no § 5º do artigo 4º da Lei nº 6.404/1976.

IV. OS REQUISITOS PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO E A OPA CONCORRENTE ENEL

33. Ao dispor sobre o cancelamento de registro de companhia aberta, a Lei Societária expressamente condicionou-o à prévia realização de OPA para aquisição da totalidade das ações em circulação de emissão da companhia objeto.

34. Foram fixados, ainda, tanto pela Lei nº 6.404/1976 quanto pela Instrução CVM nº 361/2002 – que regulamentou a matéria –, determinados requisitos a serem observados para a realização da OPA para cancelamento de registro, os quais podem ser, assim, sintetizados:

- (a) São legitimados a formular a OPA para cancelamento de registro apenas o *acionista controlador* ou a *própria companhia* (artigo 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 e artigo 16 da Instrução CVM nº 361/2002);
- (b) A OPA deverá ser aprovada por *acionistas titulares de mais de 2/3 das ações em circulação*, consideradas, para este efeito, apenas as ações cujos titulares se habilitarem



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

para o leilão ou expressamente concordarem com o cancelamento de registro (artigo 16, inciso II, da Instrução CVM nº 361/2002);

- (c) O preço por ação a ser pago na OPA deve ser *justo*, na forma estabelecida pelo artigo 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/1976; e
- (d) Deverá ser apresentado *laudo de avaliação* da companhia objeto (artigo 8º da Instrução CVM nº 361/2002), sendo assegurada a *revisão do valor da oferta* mediante solicitação de titulares de, no mínimo, 10% das ações em circulação de emissão da companhia (artigo 4º-A).

35. Finalizada a OPA para cancelamento de registro e, tendo sido adquiridas mais de 2/3 das ações em circulação, fica a ofertante obrigada, por um prazo de 3 meses contados da data de realização do leilão, a adquirir, pelo preço final da OPA, as ações em circulação remanescentes dos acionistas que assim o desejarem (no jargão de mercado, a *put option* – artigo 10, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002) – o que não se confunde com a prerrogativa da companhia de deliberar em assembleia geral o resgate das ações em circulação remanescentes, quando, após encerrado o prazo da OPA, restarem em circulação menos de 5% do total das ações emitidas (também conhecido como *squeeze-out* – artigo 4º, § 5º, da Lei nº 6.404/1976)⁹.

36. Considerando os requisitos acima enunciados, passo a examinar a possibilidade de compatibilização dos procedimentos adotados na OPA Concorrente Enel com aqueles exigidos para a OPA para cancelamento de registro, a fim de verificar a viabilidade do procedimento diferenciado apresentado pela Consulente.

37. Inicialmente, não me parece haver dúvidas de que a proposta da Consulente – de lançar a OPA para cancelamento de registro ao mesmo preço da OPA Concorrente Enel¹⁰, combinado com a apresentação de um laudo de avaliação e com a possibilidade de os acionistas solicitarem uma nova avaliação, nos termos do artigo 4º-A – atende aos requisitos da Lei nº 6.404/1976 de “preço justo”.

38. A bem da verdade, entendo que o preço da OPA Concorrente Enel é inegavelmente um “preço justo” que atende à finalidade, embora não à literalidade, da Lei. Afinal de contas, a

⁹ Embora a Lei se refira a resgate, trata-se na verdade de uma figura distinta do resgate previsto no artigo 44 da Lei Societária. Melhor seria se o legislador tivesse instituído o *squeeze out* como um direito de aquisição potestativa do ofertante. Essa, vale dizer, foi a solução adotada na já referida Diretiva 2004/25/CE, mais especificamente em seu artigo 15º.

¹⁰ Atualizado pela SELIC, em analogia ao que determina a Instrução CVM nº 361/2002 nos artigos 25-A e 29, §7º.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

despeito de a OPA Concorrente Enel não ter contado com avaliação especializada da Companhia segundo os critérios elencados na legislação e regulamentação, o preço da referida oferta foi formado a partir de um processo amplamente competitivo para a aquisição do controle originário da Eletropaulo, envolvendo partes altamente sofisticadas.

39. Nesse sentido, cabe destacar que o preço originalmente oferecido pela Energisa S.A. – titular da primeira oferta voluntária apresentada para a aquisição do controle da Eletropaulo – foi de R\$19,38 por ação, o qual foi elevado sucessivas vezes por ofertas (e aditamentos dos respectivos editais) subsequentes dos outros dois ofertantes concorrentes, a Enel e a Neoenergia S.A. (“Neoenergia”). A título de exemplo, destaco que a Enel se propôs a pagar, conforme edital da OPA concorrente originalmente publicado, R\$28,00 por ação da Eletropaulo; uma semana depois do lançamento da OPA pela Enel, a Neoenergia divulgou edital de sua OPA concorrente oferecendo o preço de R\$29,40 por ação. A tabela abaixo ilustra a evolução do preço ofertado pelas ações de emissão da Companhia:

Data	Ofertante	Preço
17 de abril de 2018	Enel	R\$28,00
24 de abril de 2018	Neoenergia	R\$29,40
25 de abril de 2018	Enel	R\$32,00
25 de abril de 2018	Neoenergia	R\$32,10
25 de abril de 2018	Enel	R\$32,20
30 de maio de 2018	Neoenergia	R\$39,53
30 de maio de 2018	Enel	R\$45,22

40. Em 30 de maio de 2018, a Neoenergia e a Enel disputaram pelo preço mais alto, enviando envelopes lacrados com suas ofertas finais, quando, ao fim e ao cabo, a Enel sagrou-se vencedora, com a oferta de R\$45,22 por ação – diga-se de passagem, 2,33 vezes o preço originalmente oferecido pela Energisa.

41. Corroborando a tese de que o mercado avaliou tal preço como justo, a OPA Concorrente Enel contou com adesão significativa dos acionistas da Eletropaulo – recorde-se: 95,1% das ações com direito de voto da Companhia foram alienadas no contexto da referida oferta¹¹ –, superando – em muito – o quórum de sucesso de eventual OPA para cancelamento de registro.

¹¹ Considerado o período de aquisição posterior de 30 dias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

42. Sobre a destacada importância do nível de adesão da OPA como um indicador da adequação do preço, já se manifestou o Colegiado desta autarquia, nos termos do voto do então Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos:

“Por mais que a lei tenha previsto que o preço justo será ‘ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A’, **o melhor instrumento para se verificar a validade do preço é a maciça adesão de acionistas titulares de ações em circulação à oferta de cancelamento de registro de companhia aberta.**”¹² (destacou-se)

43. A despeito de tudo o que disse, parece-me que não teríamos competência para dispensar a apresentação do laudo no contexto da OPA de cancelamento de registro, dado que tal exigência consta do texto legal. A Consulente não nos pede, todavia, para irmos tão longe. Solicita somente que possa apresentar o referido laudo quando do lançamento da pretendida OPA para cancelamento de registro, na forma do artigo 8º da Instrução CVM nº 361/2002, o que entendo ser suficiente para atender ao requisito legal e regulamentar.

44. A esse respeito, entendo que deve ser conferida aos acionistas titulares de 10% das ações em circulação da Companhia a prerrogativa de requerer a revisão do valor da oferta, nos termos do artigo 4º-A da Lei Societária. Assim, temos que a OPA para cancelamento de registro somente poderá ser lançada ao preço da OPA Concorrente Enel caso os laudos não indiquem um valor superior ao praticado naquele leilão – hipótese que, considerando o histórico acima lembrado, parece ser essencialmente teórica.

45. Utilizado no cômputo do quórum de sucesso da OPA para cancelamento de registro o quórum de adesão da OPA Concorrente Enel e, sendo resultado das aquisições realizadas no contexto desta oferta a permanência de menos de 5% do total de ações de emissão da Companhia em circulação, entendo também cabível, uma vez finalizado o prazo da OPA para cancelamento de registro, a possibilidade de deliberação em assembleia sobre o resgate previsto no § 5º do artigo 4º da Lei nº 6.404/1976.

46. No que tange à legitimidade, constato que à ocasião da OPA Concorrente Enel, a Consulente não era acionista controladora da Companhia e, portanto, não se enquadrava no rol de

¹² Processo Administrativo CVM nº RJ2002/3430, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 17.02.2003.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

legitimados, conforme disposto no artigo 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, para lançar uma OPA para cancelamento de registro. A propósito, era a aquisição do próprio poder de controle da Eletropaulo que estava em disputa no processo competitivo, do qual participou e sagrou-se vencedora a Enel.

47. Assim, ainda que o § 2º do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002 determine que a CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA visando a mais de uma finalidade, em razão da delimitação subjetiva da lei, a Consulente não poderia valer-se da prerrogativa ali prevista para alcançar, concomitantemente, as duas finalidades em questão – a de adquirir o controle originário da Eletropaulo, bem como a de cancelar seu registro de companhia aberta. Ainda que assim não o fosse, parece-me que não seria adequado, no contexto de uma arriscada disputa, permitir que determinados ofertantes apresentassem OPAs unificadas para concorrer com OPAs puras de aquisição de controle (ou combinadas unicamente com uma OPA voluntária para evitar discussões quanto à possibilidade de se dispensar, na OPA do artigo 257, a condição de atingimento de participação majoritária no capital votante da companhia objeto).

48. Disso decorre que, mesmo com uma adesão significativa da base acionária à OPA Concorrente Enel, o único caminho viável para a Consulente proceder ao cancelamento de registro da Companhia seria por meio da formulação de uma OPA subsequente.

49. Cumpre destacar, por outro lado, que, em prestígio ao princípio do *full and fair disclosure*, a Enel poderia – e deveria¹³⁻¹⁴ – ter expressamente indicado no edital da OPA Concorrente Enel a intenção ou – se esta não existia no momento –, ao menos, a possibilidade de formular uma OPA subsequente para cancelamento de registro da Companhia.

¹³ Como bem destacou a Diretora Ana Novaes no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652: “Entendo ser evidente que nos casos em que serão realizadas duas OPAs distintas, uma para Cancelamento de Registro e uma para Saída de Nível, a informação sobre a intenção de realizar a segunda oferta é relevante para que os investidores possam avaliar a primeira oferta e deve, portanto, ser divulgada nos documentos relacionados a primeira OPA.”

¹⁴ No voto referido, acima, a Diretora Ana Novaes faz referência ao regime norte-americano: “onde o Schedule Tender Offer, documento que equivale ao nosso edital de OPA, exige que o ofertante divulgue aos investidores a existência de planos que possam vir a resultar, dentre outros eventos, em operações extraordinárias ou na deslistagem do papel em bolsa. Transcrevo abaixo trechos do Schedule TO e do Regulation M-A: “§ 240.14d-100 Schedule TO. Tender offer statement under section 14(d)(1) or 13(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934. (...) Item 6. Purposes of the Transaction and Plans or Proposals Furnish the information required by Item 1006(a) and (c)(1) through (7) of Regulation M-A (§229.1006 of this chapter) for a thirdparty tender offer and the information required by Item 1006(a) through (c) of Regulation M-A (§229.1006 of this chapter) for an issuer tender offer”. “229.1000—Mergers and Acquisitions (Regulation M-A). § 229.1006 (Item 1006) Purposes of the transaction and plans or proposals. (...) (c) Plans. Describe any plans, proposals or negotiations that relate to or would result in: (1) Any extraordinary transaction, such as a merger, reorganization or liquidation, involving the subject company or any of its subsidiaries; (...) (6) Any class of equity securities of the subject company to be delisted from a national securities exchange or cease to be authorized to be quoted in an automated quotations system operated by a national securities association (...)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

50. De todo modo, diferentemente da área técnica, não me parece que, ao informar, no item “1.6. Registro de Companhia Aberta da Companhia” do edital da OPA Concorrente Enel, que “a Oferta não implicará o cancelamento de registro da Companhia como emissora de valores mobiliários categoria ‘A’, nem sua conversão para categoria ‘B’, nem a saída do Novo Mercado da B3”, a Consulente tenha assegurado que não iria formular uma OPA para cancelamento de registro subsequente. Tal informação, na realidade, apenas constatava o óbvio – a OPA para aquisição de controle da Eletropaulo, naqueles moldes (e até mesmo por conta da delimitação subjetiva da lei), não implicava o cancelamento de registro da Companhia.

51. A bem da verdade, há que se reconhecer que a motivação para o cancelamento de registro da Eletropaulo pode ter surgido justamente em virtude da adesão maciça dos acionistas da Companhia à OPA Concorrente Enel, que teve como consequência direta o enxugamento significativo do *free float*.

52. Ademais, o tratamento diferenciado solicitado pela Consulente é inédito e, no meu sentir, um elemento chave para a própria viabilidade da potencial OPA de cancelamento de registro. Assim, diante da falta de uma orientação anterior da CVM acerca da matéria, parece-me que, no caso específico, a falta do *disclosure* no edital da OPA Concorrente Enel não deve ser impeditivo para a concessão do tratamento diferenciado requerido, embora deva ser exigido em situações análogas que eventualmente apareçam no futuro, após a publicização dessa consulta.

53. O ineditismo da questão é também fator que me leva a opinar pela possibilidade de utilização do quórum de adesão da OPA Concorrente Enel no cômputo do quórum de sucesso da eventual OPA para cancelamento de registro a despeito de a primeira ter sido realizada em junho de 2018. A reforçar esse ponto, noto que não se pode considerar extemporânea a consulta da Enel, formulada ainda em agosto de 2018. Não obstante, caso a Consulente não formule a OPA para cancelamento de registro no prazo de 6 (seis) meses fixado no item 21 acima, entendo que a unificação requerida não poderá ser utilizada, sob pena de se dar uma carta branca ao Consulente para exercício de uma prerrogativa que, por definição, deve ser excepcional.

54. De tudo o que se expôs, além de me parecer possível a compatibilização de procedimentos, entendo que as circunstâncias específicas que envolvem o presente caso autorizam a adoção do procedimento diferenciado proposto pela Consulente, notadamente, (i) a concentração extraordinária das ações de emissão da Companhia decorrente do resultado da OPA Concorrente Enel; (ii) a baixa liquidez de tais ações; (iii) a ausência de interesse dos acionistas remanescentes em participar da vida social, haja vista a exígua participação nas assembleias e o não exercício do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

direito de preferência na subscrição de novas ações; e **(iv)** a depreciação significativa sofrida pelas ações desde a OPA Concorrente Enel.

55. Com efeito, a adoção do procedimento diferenciado proposto pela Consulente assegura aos acionistas remanescentes da Companhia a oportunidade de alienar suas ações ao mesmo preço oferecido na OPA Concorrente Enel – vale registrar: 23,71% superior ao valor de cotação atual das ações de emissão da Eletropaulo, correspondente a R\$34,50.¹⁵

56. Nesse sentido, parece-me que a proposta em questão atende não somente ao melhor interesse da Companhia – que se desonera dos excessivos custos de manutenção de uma companhia aberta com *free float* significativamente reduzido e pouco participativo – como confere aos acionistas remanescentes o recebimento de preço vantajoso pela aquisição de suas ações.

57. Reconheço que a utilização do quórum de adesão da OPA Concorrente Enel no cômputo do quórum de sucesso da OPA para cancelamento de registro, faz com que já se saiba, mesmo antes da realização dessa segunda oferta, que a Companhia terá o seu capital fechado¹⁶. Mais ainda, sabe-se que, ao final da OPA para cancelamento de registro, aqueles que porventura remanesceram acionistas terão suas ações compulsoriamente resgatadas na forma do artigo 4º, § 5º, da Lei nº 6.404/1976.

58. Esse ponto não passou despercebido na análise da área técnica. Segundo a SRE, os acionistas remanescentes “poderiam ter decidido manter-se como acionistas da Companhia por acreditarem que, com a gestão do novo controlador e permanecendo a Eletropaulo como companhia aberta integrante do Novo Mercado da B3, ao longo do tempo teriam uma rentabilidade de seu investimento que superaria o valor atribuído com base no preço que foi ofertado naquela ocasião”. A meu ver, tal argumento não é justificativa para se negar o procedimento especial proposto na consulta, por ao menos três razões.

59. Em primeiro lugar porque a OPA Concorrente Enel resultou na concentração extraordinária das ações de emissão da Companhia pela Consulente e, portanto, ocasionou um desenquadramento no percentual mínimo de ações em circulação determinado pelo Regulamento do Novo Mercado – o que, a rigor, inviabilizaria a manutenção da Companhia naquele segmento de listagem.

60. Em segundo lugar, os dados expostos no início deste voto referentes à atual base acionária da Companhia parecem contradizer a existência de uma base ativa de acionistas que realmente

¹⁵ Tomando-se como base a cotação de fechamento de 29.03.2019.

¹⁶ Exceto, como dito, na hipótese prevista no item 43 acima.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

permaneceram na companhia por acreditar em sua valorização no longo prazo. Repiso que 91,2% do total dos acionistas da Companhia detém menos de 100 ações cada – abaixo, inclusive, do lote padrão para negociação das ações no mercado.

61. É bem possível que, dentre aqueles que permaneceram acionistas após a OPA Concorrente Enel, existam aqueles que, de fato, optaram por manter seu investimento acreditando no potencial de valorização das ações da Companhia no futuro. A própria Eletropaulo indica que alguns minoritários exerceram o direito de preferência e subscreveram ações no aumento de capital feito pouco depois da referida oferta. Os dados referentes a essa operação indicam, contudo, que os acionistas ativos representam uma parcela ínfima de um *free float* que, por sua vez, pouco representa do capital da companhia¹⁷.

62. Tudo isso me leva ao terceiro – e mais importante – argumento que milita em favor do tratamento diferenciado requerido: a necessidade de que os interesses de todas as partes envolvidas – nomeadamente, o dos acionistas minoritários remanescentes e o da própria Companhia – sejam devidamente sopesados. Quando as circunstâncias excepcionais que permeiam o caso concreto não justificam a manutenção do registro de companhia aberta e desde que sejam adotados procedimentos que garantam o cumprimento dos requisitos fundamentais para o cancelamento de registro, previstos na Lei nº 6.404/1976 e na Instrução CVM nº 361/2002, não me parece que o interesse da companhia deva sucumbir aos interesses dos acionistas minoritários remanescentes.

63. Esse ponto me parece especialmente salutar em situações em que as ações em circulação representam uma parcela ínfima do capital social, ainda mais quando essa concentração decorre de operações societárias legítimas e que não poderiam, por definição, serem aglutinadas a uma OPA de cancelamento de registro. De certo, a CVM não pode descuidar da proteção daqueles que investem no mercado brasileiro, o que não significa, contudo, que para o desenvolvimento do nosso mercado os interesses legítimos dos demais participantes devam ser sempre sacrificados.

É como voto.

Rio de Janeiro, 2 de abril de 2019

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor

¹⁷ V. itens 25 a 28 acima.