COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 40/2020-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 7 de outubro de 2020.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: **Recurso contra entendimento da SRE - OPA por aumento de participação de Rede Energia S.A. – Processo CVM nº 19957.006377/2020-53**

Senhor Superintendente,

I. Introdução

1. Trata-se de interposição de recurso ("Recurso", doc. SEI nº 1098555) elaborado por Energisa S.A. ("Energisa" ou "Recorrente"), contra decisão desta Superintendência que considerou necessária a realização de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por aumento de participação da Rede Energia Participações S.A. ("Rede" ou "Companhia"), companhia controlada pela Energisa, conforme dispõe o § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 ("LSA") e o art. 26 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361"), em virtude da aquisição, pela Recorrente, de 67.642.986 ações ordinárias de emissão da Companhia, por meio de exercício de opção de venda das referidas ações pelo BNDES Participações S.A ("BNDESPAR"), o que resultou na ultrapassagem do limite de 1/3 de ações em circulação de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

2. Cumpre mencionar que a decisão ora recorrida foi consubstanciada no Relatório nº 38/2020-CVM/SRE/GER-1 ("Relatório", doc. SEI nº 1083512), após análise realizada no âmbito do Processo CVM nº 19957.005060/2019-66 ("Processo de Reclamação"), que tratou de reclamação sobre a necessidade de realização da OPA, elaborada por acionista titular de ações em circulação da Companhia, e comunicada à Energisa e à Rede por meio do Ofício nº 234/2020/CVM/SRE/GER-1 (doc SEI nº 1083878).

3. Destaque-se que, por meio do referido Ofício, determinamos à Energisa que: (i) realizasse o protocolo na CVM do pedido de registro da OPA por aumento de participação devida, nos termos da regulamentação em vigor, em até 30 (trinta) dias a partir da data do Ofício, ou seja, até 28/09/2020; e (ii) apresentasse manifestação sobre eventual infração ao prazo de 30 dias, conforme previsto pelo § 3º do art. 26 da Instrução CVM 361, por não ter realizado o referido pedido à época do evento que deu ensejo à ultrapassagem do limite de 1/3 de que

trata o art. 26 da mesma Instrução.

4. Ademais, cumpre mencionar que constam do Processo CVM nº 19957.005936/2019-74, instaurado pela SOI, outras reclamações elaboradas por acionistas da Companhia, apresentando alegações similares àquelas que constam do Processo de Reclamação, pleiteando também a realização da mencionada oferta pública de aquisição de ações.

5. De volta ao Recurso, em 16/09/2020, concedemos efeito suspensivo, nos termos do inciso V da Deliberação CVM nº 463/03, de modo que ficou suspenso, desde 16/09/2020, o prazo para atendimento ao Ofício nº 234/2020/CVM/SRE/GER-1, voltando o mesmo a fluir após decisão final quanto ao recurso em questão.

6. De modo a contextualizar o Recurso, apresentaremos no presente Memorando, primeiramente, um histórico do Processo de Reclamação. Posteriormente, apresentaremos as alegações da Recorrente seguidas das nossas considerações e conclusão.

II. Histórico

7. Transcrevemos abaixo uma síntese das manifestações do Reclamante, da Companhia, da Energisa e da BNDESPAR, instruídas no Processo de Reclamação, conforme constou do Relatório nº 38/2020-CVM/SRE/GER-1:

> "*5. No tocante à eventual incidência de OPA por aumento de participação da Companhia, o Reclamante, conforme expediente encaminhado à CVM em 30/04/2019, alega que a Energisa vinha realizando, desde 2014, sucessivas aquisições de ações em circulação de emissão da Companhia, culminando com a aquisição de uma participação detida pela BNDESPAR, equivalente a 3,3% do capital social total, sem que, no entanto, fosse realizado nenhum ato visando à realização de OPA por aumento de participação, que, no entendimento do Reclamante, seria devida a partir da mencionada aquisição.*
>
> *6. O Reclamante entende, ainda, que referida oferta deveria estender aos acionistas minoritários remanescentes o mesmo valor que foi pago à BNDESPAR, de R$ 9,03 por ação ordinária de emissão da Companhia.*
>
> *Instada a se manifestar sobre o teor da Reclamação pela SOI, a Companhia apresentou expediente, em 25/06/2019 (documento 0784778), alegando que os fatos narrados pelo Reclamante não condizem com a realidade, pois, em seu entendimento, não teria havido aquisição que tivesse alterado a liquidez das ações em circulação da Companhia de modo a tornar necessária a realização de uma OPA por aumento de participação.*
>
> *7.Nesse sentido, a Companhia explica que sua Controladora efetivamente adquiriu 67.642.986 ações ordinárias de emissão da Rede junto à BNDESPAR, equivalente a 3,29% de seu capital social. Não obstante, tal aquisição se deu em razão do exercício de opção de venda pela BNDESPAR, nos termos de um acordo de acionistas celebrado originalmente em 04/02/1999, subsequentemente aditado ("Acordo de Acionistas"), sendo que a Controladora aderiu a tal acordo em 10/04/2014, após adquirir o controle da Companhia.*
>
> *8. Assim, a Companhia esclarece que o Acordo de Acionistas reservava à BNDESPAR a indicação de um membro para seu conselho de*

administração e a necessidade do seu consentimento prévio para a aprovação de determinadas matérias.

9.A BNDESPAR, por sua vez, teria efetivamente exercido os direitos ali previstos, tendo, inclusive, indicado membro do conselho de administração da Companhia até 2012, ano em que a Companhia pediu recuperação judicial. A Companhia informa ainda que apresentou aquela acionista como uma das integrantes do grupo dos acionistas controladores em seu primeiro Formulário de Referência, divulgado em 2010.

10. Adiante, a Companhia indica que as ações que eram então de titularidade da BNDESPAR foram subscritas entre 1999 e 2008, ou seja, durante a vigência do Acordo de Acionistas, no contexto de aumentos de capital e conversões de debêntures.

11.Desse modo, na visão da Companhia, tais ações eram vinculadas ao Acordo de Acionistas e não poderiam ser negociadas no mercado, não podendo ser consideradas "em circulação" para fins do disposto no § 6º do art. 4º da LSA e no art. 26 da Instrução CVM 361.

12. Em conclusão, no entendimento da Companhia, a BNDESPAR era pessoa vinculada ao acionista controlador e suas ações nunca integraram o free float da Companhia, não se justificando, portanto, a realização de uma OPA por aumento de participação.

13. Em nova manifestação encaminhada à CVM em 09/08/2019 (documento 0817017), o Reclamante apresenta informações sobre aquisições adicionais de ações de emissão da Companhia realizadas em bolsa pela Controladora, além da aquisição de ações realizada junto à BNDESPAR, cerne do presente caso.

14. Em seguida, o Reclamante cita dispositivo do Acordo de Acionista que demonstra que tal Acordo deixaria de ter efeito caso a participação da BNDESPAR no capital social da Companhia caísse para menos de 5%, o que de fato ocorreu em 2014. O Reclamante destaca, ainda, outro trecho do citado Acordo, no qual fica claro que a BNDESPAR tinha a faculdade de, a qualquer tempo e a seu exclusivo critério, alienar suas ações, total ou parcialmente.

15. Assim, o Reclamante conclui que, pelas características acima expostas, as ações de emissão da Companhia que eram de titularidade da BNDESPAR fariam parte do free float.

16. O Reclamante também apresentou outros atos societários que em seu entendimento teriam retirado direitos dos acionistas minoritários, tais como a conversão das ações PN em ações ON por parte da Companhia.

17. A Controladora foi instada a se manifestar por meio do Ofício nº 208/2019/CVM/SRE/GER-1 (documento 0788143), encaminhado em 01/07/2019, apresentando sua resposta em 15/08/2019 (documentos 0821127 e 0821129).

18. Em sua manifestação, reiterou os argumentos expostos pela Companhia, além de apresentar quadros com a evolução do capital social da Rede, conforme solicitado por esta área técnica para fins de verificação de eventual ocorrência de aquisições de ações em circulação que tenha resultado na ultrapassagem do limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

19. Em vista do teor da Reclamação e das manifestações da Companhia e da Controladora, em 17/10/2019, por meio do Ofício nº 337/2019/CVM/SRE/GER-1 (0860994), solicitamos à BNDESPAR manifestação quanto à sua caracterização como acionista controlador ou pessoa vinculada ao acionista controlador, à luz das definições constantes do art. 3º da Instrução CVM 361, até efetivação da alienação, à Controladora, da participação acionária que detinha na Companhia.

20. Em 18/11/2019, a BNDESPAR encaminhou resposta na qual reporta, inicialmente, que iniciou sua participação no capital da Rede em 1999, por meio de uma subscrição de ações preferenciais de emissão da Caiuá Serviços de Eletricidade, antiga holding da Companhia, de modo a apoiar a privatização da Centrais Elétricas do Pará S.A.

21. Para ter uma garantia de liquidez efetiva com relação às ações supramencionadas, a BNDESPAR firmou na ocasião um contrato particular de opção de venda daquelas ações ("Put") para a Empresa de Eletricidade Vale Paranapanema ("EEVP"), então controladora da Companhia. Ademais, naquela mesma ocasião, também foi firmado Acordo de Acionistas entre a BNDESPAR e a EEVP, com cláusulas protetivas à eventual alteração do controle acionário da Companhia, à diluição da participação da BNDESPAR em seu capital e à manutenção dos termos previstos na Put.

22. Ressalte-se que, segundo a BNDESPAR, sua participação na Companhia à época se dava mediante ações preferenciais e que o Acordo de Acionistas somente permaneceria válido caso a BNDESPAR mantivesse tal participação representativa de pelo menos 5% do capital social total da Rede.

23. Conforme informado pela BNDESPAR, embora tenha atingido uma participação de 19,41% do capital total da Companhia em 1999, tal percentual veio sendo reduzido, sendo que, desde 2014, após a realização de aumento de capital da Companhia em que decidiu não participar, a BNDESPAR teve sua participação consideravelmente diluída, passando a deter menos de 5% das ações representativas do capital social da Companhia, de modo que o Acordo de Acionistas teria parado de produzir efeitos.

24. Dando prosseguimento, a BNDESPAR afirma que, com sua participação de 3,29% do capital social da Companhia quando do exercício da Put, não tinha, como nunca de fato teve, poderes para eleger a maioria de seus administradores ou alcançar a maioria dos votos em assembleias.

25. Ademais, a BNDESPAR informa que também detinha um total de 0,46% do capital social da Energisa. Não obstante, essa posição também não era suficiente para exercer poder diretivo em nenhuma das sociedades.

26. Em seguida, a BNDESPAR descreve as principais características da Put, nos termos do contrato que a regia. Nesse sentido, relata que esse contrato foi aditado 6 vezes desde sua celebração, em 04/02/1999, sendo que o último aditamento ocorreu em 29/05/2017, no âmbito da conversão das ações preferenciais de emissão da Companhia em ações ordinárias, de modo a refletir essa conversão no referido contrato.

27. A BNDESPAR destaca que o quinto aditamento desse contrato ocorreu

em 31/03/2014, no âmbito do plano de recuperação judicial da Companhia e de sua aquisição pela Energisa. Assim, esta última assumiu a posição de codevedora e solidária à EEVP na Put, sendo assegurado à BNDESPAR, a seu exclusivo critério, o direito de exercer, em face da Energisa e/ou da EEVP, a opção de venda das ações de emissão da Companhia que detinha.

28. O prazo de exercício da Put era previsto para até 60 dias a contar de 03/01/2019, tendo expirado em 04/03/2019, sendo que o valor total previsto no contrato, relativo ao preço de aquisição das ações, era de R$ 390,8 milhões, atualizado por TJLP acrescida de 1,76% ao ano, desde a data base de 01/07/2013.

29. O pagamento poderia ser realizado, a exclusivo critério da EEVP e/ou da Energisa: (i) em moeda corrente nacional; ou (ii) por meio de um aumento do capital social da Energisa para capitalização de crédito em valor correspondente à integralidade do preço de aquisição das ações, ou seja, R$ 390,8 milhões atualizados.

30. Em 05/02/2019, a BNDESPAR comunicou à Energisa, via correspondência eletrônica, a decisão de exercer a Put, solicitando, ainda, a confirmação da forma de pagamento escolhida pela Controladora, tendo recebido resposta, em 06/02/2018, no sentido de que a Energisa pagaria em moeda corrente.

31. Por fim, cabe destacar que o contrato da Put possuía como garantia do cumprimento da obrigação de compra das ações objeto, uma caução de ações ordinárias de emissão da própria Companhia, de propriedade da EEVP, assim como as ações decorrentes de eventuais bonificações, desdobramentos e exercícios de direito de preferência em aumentos de capital, de forma a que esta garantia representasse, a qualquer tempo, no mínimo, 40% do capital votante da Rede.

32. Dessa forma, a BNDESPAR esclarece que, com o objetivo primordial de assegurar a manutenção da garantia supra prestada pela EEVP é que foi Celebrado o Acordo de Acionistas da Companhia, dando à BNDESPAR direito de anuir previamente à transferência, cessão ou qualquer forma de alienação do controle da Companhia por parte da EEVP.

33. Nesse sentido, havia no referido acordo cláusula que protegia a BNDESPAR em face de eventuais alterações do controle societário da companhia investida, podendo a BNDESPAR exigir, nesses casos, a inclusão de sua participação acionária na operação de transferência de titularidade das ações de propriedade do acionista controlador, com o pagamento, pelo adquirente, de um dos seguintes quatro valores definidos no acordo, à livre escolha da BNDESPAR: (i) valor proposto por terceiros para aquisição de ações de propriedade do acionista controlador; (ii) valor patrimonial da ação atualizado monetariamente, a partir da data de integralização pela BNDESPAR até a data do efetivo pagamento, pela variação do IGP-M; (iii) valor correspondente ao preço de emissão das ações, remunerado pela TJLP, acrescido de 4% ao ano, a partir das datas de integralização pela BNDESPAR até a data de seu efetivo pagamento; e (iv) valor correspondente ao preço de emissão das ações, atualizado monetariamente, a partir da data da integralização pela BNDESPAR até a data de seu efetivo pagamento, pela variação do IGP-M, acrescido de juros de 10% ao ano.

34. Constava ainda do Acordo de Acionistas a obrigação de a controladora da Companhia eleger um membro para compor seu Conselho de Administração a ser indicado pela BNDESPAR, quando solicitado, além da necessidade de anuência prévia por parte da BNDESPAR em relação a uma série de matérias relacionadas, em geral, à manutenção de sua participação acionária na Companhia, cujo descumprimento por parte da controladora também gerava à BNDESPAR a faculdade de exigir a aquisição de toda sua participação social, a um dos seguintes preços, a ser escolhido a seu exclusivo critério: (i) o valor de cotação da ações da Companhia em bolsa de valores; (ii) o valor patrimonial da ação, atualizado monetariamente pelo IGP-M desde a data de encerramento do balanço de referência até a data de seu efetivo pagamento; (iii) o valor correspondente ao preço de emissão das ações, remunerado pela TJLP, acrescido de 6,5% ao ano, a partir da data de integralização pela BNDESPAR até a data de seu efetivo pagamento; e (iv) o valor correspondente ao preço de emissão das ações, atualizado monetariamente, a partir da data de integralização pela BNDESPAR até a data de seu efetivo pagamento, pelo IGP-M acrescido de juros 12% ao ano.

35. O Acordo de Acionistas vigorou, como já mencionamos, enquanto a BNDESPAR manteve-se como acionista da Rede detentora de participação superior a 5% do capital social.

36. A BNDESPAR também destacou que, nos termos da cláusula 6.4 do Acordo de Acionistas, era expressamente reconhecido o seu direito de dispor livremente das ações de emissão da Companhia de sua propriedade, sendo facultado, a qualquer tempo e a seu exclusivo critério, alienar suas ações, total ou parcialmente, não recaindo sobre as ações qualquer direito de preferência ou gravame assemelhado.

37. O primeiro aditivo ao Acordo de Acionistas, celebrado em 09/08/2007, adicionou o direito à BNDESPAR de alienar conjuntamente à controladora da Companhia as ações de sua emissão que detivesse em caso de alienação de controle por meio de operações sucessivas, bem como a previsão para que, em caso de realização de oferta pública de distribuição de ações da Companhia até dia 31/12/2009, as ações detidas pela BNDESPAR fossem ofertadas em tal operação, sendo que tal oferta acabou não ocorrendo.

38. A BNDESPAR relatou que nos anos de 2009 e 2010 alienou uma parcela das ações de emissão da Companhia que detinha, remanescendo, desde 2014, após diluição sofrida no âmbito de relevante aumento de capital da Companhia em que decidiu não participar, com aproximadamente 3,3% do seu capital social total, de modo que o Acordo teria perdido, desde então, sua vigência.

39. Assim, a BNDESPAR destaca que, quando da aquisição, pela Controladora, da participação acionária na Companhia detida pela BNDESPAR, no ano de 2019, já não havia Acordo de Acionistas vigente, mantendo-se tão somente o contrato da Put.

40. Desse modo, a BNDESPAR afirma que o Acordo de Acionistas tinha como finalidade primordial "tutelar os interesses dos acionistas minoritários, não havendo ingerência na direção dos negócios, nem mesmo a eleição de maioria no Conselho de Administração, vez que à BNDESPAR foi reservado o direito a apenas um assento no referido

órgão.".

41. Em resposta a nosso questionamento quanto ao exercício de direitos políticos por parte da BNDESPAR na Companhia, foi encaminhado mapa de votação em assembleias e eleição de seus conselheiros. Nota-se de tais mapas que a última participação da BNDESPAR em assembleia geral da Companhia ocorreu em março de 2014, quando foi dada anuência para alienação do controle acionário das empresas do Grupo Rede para a Energisa.

42. Ademais, a BNDESPAR destaca que desde abril de 2010 não indica seu representante para os conselhos de administração e/ou fiscal da Companhia.

43. Em seguida, a BNDESPAR destaca que, na maior parte do período em que figurou como acionista da Rede (de 1999 até 2017), foi titular de ações preferenciais, portanto, sem direito a voto. Nessa ocasião, vigorava acordo de acionistas que lhe garantia direito de anuência prévia em determinadas matérias que não diziam respeito à direção e gestão cotidiana da Companhia, mas que protegiam sua posição minoritária.

44. Desse modo, a BNDESPAR volta a destacar que o Acordo de Acionistas da Companhia teve como objetivo estabelecer limites ao poder de controle do acionista controlador e assim proteger a sua participação, afirmando que tal Acordo era "instrumento para proteção das demais participações minoritárias na Companhia, tendo em vista que suas normas e definições querem proteger a Companhia de possíveis atos abusivos do controlador.

45. Por fim, a BNDESPAR conclui "que desde o início de sua posição na Companhia e até o momento da alienação total de sua participação acionária a BNDESPAR não atuou como acionista controlador, tampouco como pessoa vinculada ao acionista controlador da Companhia."

46. Posteriormente, em 30/03/2020, o Reclamante encaminhou novo expediente no qual reitera a necessidade de realização da OPA por aumento de participação da Companhia, além de apresentar questões relacionadas a aumentos de capital e transações com partes relacionadas, questões essas que, segundo o Reclamante, estariam lesando os acionistas minoritários da Companhia.

47. Desse modo, tendo em vista que o expediente supra trata primordialmente de temas de competência da SEP, encaminhamos o presente Processo àquela Superintendência para as providências que julgasse cabíveis com relação às questões adicionais apresentadas pelo Reclamante."

8. Em posse de toda as manifestações supramencionadas, bem como da documentação que as acompanhou, tecemos as seguintes considerações, também constantes do Relatório:

"III. Análise

49. Na legislação vigente, a OPA por aumento de participação é prevista no § 6º do art. 4º da LSA e no art. 26 da Instrução CVM 361, nos seguintes termos, respectivamente:

LSA:

"Art. 4º, § 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora

que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado."

Instrução CVM 361:

*"Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o **acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada**, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem **mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação**, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.*

(...)

§2º A OPA de que trata este artigo deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.

§3º O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do caput, ou no prazo determinado pela CVM, na hipótese do § 1º.

§4º Em qualquer das hipóteses deste artigo será lícito às pessoas mencionadas no caput adotar o procedimento alternativo de que trata o art. 28, nas condições ali referidas.

*§ 5º Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no **caput** deverá ser calculado **com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia** ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.*

*§ 6º Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no **caput**, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele **vinculada** **só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação.**" (grifos nossos)*

50. Já os §§ 1º e 2º do art. 37 da Instrução CVM 361, mencionados no dispositivo normativo destacado acima, preveem:

"Art. 37 (...)

§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I e 26, o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de

setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir.

§2º Ainda para efeito das companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução, caso o ofertante, nas ofertas de que trata o caput do art. 15, já tenha atingido o limite a que se refere o inciso I do mesmo artigo, calculado na forma do parágrafo anterior, nova aquisição de ações somente poderá ser realizada mediante OPA por aumento de participação, com as limitações ali estabelecidas."

51. Ainda sobre o tema, vale destacar a ressalva constante do art. 35-A da Instrução CVM 361, que dispõe:

"Art. 35-A. ***A pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço)*** *previsto nos arts. 15, inciso I e 26, caso esse número tenha se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º****, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias****." (grifos nossos)*

52. Por conta da possibilidade mencionada no dispositivo supra, constante da Instrução CVM 361 desde 25/11/2010, com a edição da Instrução CVM nº 487/10 ("Instrução CVM 487"), o Colegiado da CVM já acolheu proposta desta área técnica para o cálculo do limite de 1/3 de ações em circulação passíveis de serem adquiridas conjuntamente pelo "acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, (...) por outro meio que não uma OPA", sem que tal aquisição venha a ensejar na obrigação de realização da OPA por aumento de participação.

53. Desse modo, a SRE propôs a seguinte fórmula ("Fórmula"), a qual foi acolhida pelo Colegiado da CVM em pelo menos três precedentes[1] e que consta expressamente do Ofício-Circular nº 01/2020 da SRE[2], nos seguintes termos:

"Para fins do cálculo, prescrito no §1º do art. 37, das ações em circulação, conforme disposto nos artigos 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM nº 361/02, deverá ser considerada a fórmula descrita a seguir:

L(1/3)= 1/3 (AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ, sendo:

(i) L(1/3) – Limite de 1/3 previsto nos arts. 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;

(ii) AC00 – número de ações da classe ou espécie em circulação em 5/9/2000;

(iii) AAC – número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) aumentos de capital com subscrição de ações, (b) bonificações em ações, (c) alienação de ações pela própria companhia objeto em negociação com ações em tesouraria, e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

(iv) ARC – número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie;

(v) AOPS – número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 5/9/2000 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias; e

(vi) AQ – número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 5/9/2000, por meio de OPA ou por outro meio que não uma OPA."

54. Pelo que vimos até aqui, o § 6º do art. 4º da LSA atribuiu competência à CVM para regulamentar os casos de incidência de OPA por aumento de participação.

55. A CVM, por sua vez, no exercício de sua competência, elaborou, dentre outras, a regra constante do art. 26 da Instrução CVM 361 e, com o advento do art. 35-A da mesma norma, estabeleceu a Fórmula L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ ("Fórmula").

56. Mais recentemente, por meio decisão proferida pelo Colegiado da CVM, de 02/08/2016, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ-2011-2817, que determinou, por unanimidade, a necessidade de realização de OPA por aumento de participação na Investco S.A., o Diretor Henrique Machado, relator daquele caso, reafirmou que o critério a ser observado para verificação de redução da liquidez para fins de aplicação do art. 26 da Instrução CVM 361 é, objetivamente, a aquisição de mais de 1/3 do total das ações classificadas como "em circulação", nos seguintes termos:

> *"27. Em consonância com a competência que lhe foi atribuída, a CVM redigiu o art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, que, tal como já mencionado**, fixou como critério de aferição da redução de liquidez a aquisição, pelo controlador, pessoas a ele vinculadas ou pessoas que atuem em conjunto com o controlador, de "mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação" (...) os precedentes também demonstram que a sua verificação é objetiva, ou seja, que sua análise ocorre de maneira independente de qualquer outro juízo sobre o grau de liquidez das ações em circulação de determinada companhia.***
>
> *(...)*
>
> *29. Dito isso, considerando a redação atual do art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, e a interpretação adotada pelo Colegiado, considero não ser possível afastar a obrigatoriedade de realização de OPA sempre que as pessoas mencionadas nesse dispositivo alcançarem participação superior a 1/3 das ações de cada espécie e classe em circulação." (grifos nossos)*

57. Desse modo, como se percebe dos requisitos normativos e de

precedentes do Colegiado da CVM, a definição do que é "ações em circulação", além da correta identificação dos acionistas controladores e pessoas vinculadas, é crucial para determinar a necessidade de realização de uma OPA por aumento de participação.

58. Assim, vale destacar as definições de ações em circulação, acionista controlador e de pessoa vinculada presentes respectivamente nos incisos III, IV e VI do art. 3º da Instrução CVM 361, abaixo transcritos:

> *"III – ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria;*
>
> *IV – **acionista controlador**: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:*
>
> ***a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e***
>
> ***b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.***
>
> *VI – pessoa vinculada: a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos;"*

59. No caso concreto, de modo a verificar se realmente deveria ser formulada uma OPA por aumento de participação tendo como objeto a totalidade das ações ordinárias em circulação de emissão da Companhia, parece-nos fundamental nos debruçarmos sobre a questão central trazida pelo Reclamante, que é a aquisição, pela Controladora, de ações anteriormente detidas pela BNDESPAR, bem como a classificação de tais ações como ações em circulação ou como ações pertencentes ao acionista controlador da Companhia ou pessoas a ele vinculadas.

60. Nesse sentido, vê-se que os argumentos apresentados pela Controladora para que tais ações não sejam consideradas como "ações em circulação" seriam: (i) o fato de que a participação da BNDESPAR estava vinculada ao Acordo de Acionistas, sendo exigido consentimento prévio da BNDESPAR para algumas deliberações societárias; (ii) o fato de que, estando a participação da BNDESPAR vinculada a tal acordo, não poderia ser negociada livremente no mercado bursátil; (iii) o fato de ter identificado a BNDESPAR como acionista controlador em seu primeiro Formulário de Referência divulgado; e, por fim, (iv) o fato de que havia um membro do Conselho de Administração da Companhia indicado pela BNDESPAR até 2012.

61. Diante de tais alegações, apesar de o Acordo de Acionistas não mais vigir desde 2014, quando a participação da BNDESPAR foi reduzida para menos de 5% do capital social da Companhia, para que possamos classificar corretamente as ações detidas pela BNDESPAR desde 2000 utilizando-se da Fórmula, entendemos necessário realizar uma análise detida do referido acordo, o qual foi celebrado em 04/02/1999 e

posteriormente aditado, para que possamos verificar até que ponto seu teor vinculava a BNDESPAR aos seus acionistas controladores e demais consequências que isso poderia causar às alegações apresentadas pelas partes do presente Processo.

62. Nesse diapasão, destacamos a seguir as principais passagens do Acordo de Acionistas, cuja última versão foi consolidada em 14/11/2008:

> *" 1.1 o ACIONISTA CONTROLADOR, neste ato, assume perante a BNDESPAR a obrigação de manter no seu domínio pleno, e durante todo o prazo em que vigorar este Acordo, ações que representem, a todo tempo, pelo menos 51% (cinquenta e um por cento) do capital social votante da EMPRESA, observado que tais ações deverão ter voto pleno e revestir sempre da forma nominativa. As ações referidas nesta cláusula em nenhuma hipótese poderão ser oneradas ou gravadas a qualquer título.*
>
> *(...)*
>
> *1.3 o ACIONISTA CONTROLADOR obriga-se a não transferir, ceder, ou de qualquer forma alienar, direta ou indiretamente, gratuita ou onerosamente, a totalidade ou parte das ações ou direitos de subscrição correspondentes às ações que trata o item 1.1, sem prévia anuência do BNDESPAR.*
>
> *(...)*
>
> *1.4 Na hipótese de descumprimento do disposto no item 1.3, a BNDESPAR poderá exigir a inclusão da totalidade de sua participação acionária, detida à época no capital social da EMPRESA, na operação de transferência da titularidade das ações de propriedade do ACIONISTA CONTROLADOR, o qual somente poderá alienar suas ações se o comprador se dispuser a adquirir as ações de propriedade da BNDESPAR. (...)*
>
> *2.1 O ACIONISTA CONTROLADOR obriga-se, durante a vigência deste Acordo, a exercer o seu direito de voto, de modo a:*
>
> *a) não deliberar, sem prévia aprovação, por escrito, da BNDESPAR, que deverá manifestar-se no prazo de 30 (trinta) dias, passados dos quais serão consideradas aprovadas, quaisquer das matérias a seguir relacionadas:*
>
> *I - criação de ações preferenciais ou aumento de classes existentes, sem guardar proporção com as demais espécies e classes, salvo se já previsto ou autorizados pelo estatuto;*
>
> *II - alteração nas preferenciais, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criaçao de nova classe mais favorecida;*
>
> *III - redução do dividendo obrigatório;*
>
> *IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;*
>
> *V - mudança do objeto da companhia;*
>
> *VI- cessação do estado de liquidação da companhia;*
>
> *VII - cisão da companhia;*
>
> *VIII- dissolução da companhia;*

IX - emissão dos seguintes valores mobiliários: debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias;

X - redução do capital social;

XI- grupamento ou desdobramento ("Split") do número de ações de emissão da EMPRESA;

XII - constituição de reservas, fundos ou provisões contábeis com repercussões nos direitos e interesses dos acionistas minoritários;

XIII - aquisição de participações societárias, com o intuito de tomar outras empresas em coligadas, controladas ou subsidiárias integrais da EMPRESA, bem como a constituição de sociedades com essas características, ou ainda, a participação em Grupo de Sociedades. Ficam excluídas dessa restrição as aquisições de empresas pertinentes ao setor concessionário de energia elétrica (distribuição e/ou geração e/ou transmissão);

XIV - utilização da faculdade estabelecida no parágrafo 4º do artigo 202 da Lei nº 6.404/76, parcialmente alterada pela Lei nº 9.457, de 05.05.97.

b) eleger um membro para compor o Conselho de Adminitração da EMPRESA a ser indicado pela BNDESPAR, quando solicitado.

(...)

Cláusula Quarta – Direito de Alienação Conjunta – Operações Sucessivas

Sem prejuízo do disposto na Cláusula Primeira, caso o controle acionário da EMPRESA seja alienado por meio de operações sucessivas, envolvendo qualquer quantidade de ações (alienação do controle mediante operação sucessivas), a BNDESPAR poderá exigir do ACIONISTA CONTROLADOR o cumprimento do disposto no item 1.4 da Cláusula Primeira, sendo que o preço a ser considerado para fins de aplicação da alínea "a" do item 1.4 será a média dos preços utilizados nas operações sucessivas.

(...)

Cláusula Sétima – Da Vigência

Esse ACORDO vigorará durante o tempo em que a BNDESPAR mantiver a qualidade de acionista da EMPRESA com participação superior a 5% (cinco por cento) do capital social, obrigando os signatários, seus herdeiros e sucessores.

(...)

8.4 O ACIONISTA CONTROLADOR reconhece expressamente o direito de a BNDESPAR dispor livremente das ações de sua propriedade, de emissão da EMPRESA, sendo facultado à BNDESPAR, a qualquer tempo e a seu exclusivo critério, alienar suas ações, total ou parcialmente, não recaindo sobre ações qualquer direito de preferência ou assemelhado."

63. Da leitura das cláusulas supramencionadas, depreende-se que, de fato, o Acordo de Acionistas visava a proteger os interesses da BNDESPAR, na medida em que era necessária sua anuência prévia para temas que poderiam, de forma geral, resultar em diluição de sua

participação no capital social da Companhia.

64. Ainda, o Acordo criava salvaguardas para a BNDESPAR em caso de alienação de controle da Companhia, além de assegurar a indicação de um membro para compor o seu Conselho de Administração.

65. Destaque-se que o Acordo contava com regra de vigência enquanto a BNDESPAR mantivesse uma participação representativa de pelo menos 5% do capital social da Companhia e que, não obstante, disporia livremente das ações de emissão da Rede que detinha durante a vigência do Acordo, sem qualquer proibição de alienação de sua participação por qualquer motivo.

66. Há de se ressaltar que o Acordo não contava em seu teor com cláusulas que pudessem indicar um compartilhamento do controle da Companhia, pois não há, por exemplo, questões como necessidade de reuniões prévias por parte de seus signatários para formar consenso sobre temas a serem deliberados em assembleias ou ainda sobre a eleição de seus administradores, sem contar, ademais, que a BNDESPAR era detentora apenas de ações preferenciais durante a vigência do Acordo, o que, por si só, já limitaria bastante sua eventual atuação como controlador da Companhia, como faz crer a Controladora.

67. Assim, em nosso entendimento, o Acordo de Acionistas visava tão somente a proteção dos interesses de acionista minoritário relevante que era a BNDESPAR, permitindo, inclusive, que negociasse suas ações livremente, não podendo ser confundido com um Acordo de Acionistas visando o exercício do poder de controle pelos seus signatários, interpretação esta que inclusive é partilhada pela própria BNDESPAR, como se pode notar de suas considerações, resumidas na seção anterior.

68. Verifica-se, portanto, no que tange à eventual caracterização do BNDESPAR como acionista controlador da Companhia ou sua vinculação com o acionista controlador da Rede, que: (i) o Acordo de Acionistas deixou de ter sua vigência em 2014, cerca de 5 anos antes da aquisição, pela Controladora, de ações que eram de propriedade da BNDESPAR; (ii) a BNDESPAR detinha apenas ações preferenciais enquanto o Acordo esteve em vigor; (iii) apesar de ter o direito de indicar apenas 1 membro para o Conselho de Administração da Companhia, a BNDESPAR não o fez desde 2010; e (iv) não participou de aumentos de capital realizados após 2014.

69. Diante do exposto, parece não restarem dúvidas de que a correta classificação das ações então de propriedade da BNDESPAR sempre foi de "ações em circulação" para fins de aplicação do art. 26 da Instrução CVM 361.

70. Apenas para fins exemplificativos, ainda que a BNDESPAR fosse considerada como pessoa vinculada à controladora da Companhia por ser signatário do Acordo de Acionistas, tal vinculação teria deixado de existir a partir do momento em que o Acordo deixou de ter eficácia, em 2014, não restando dúvidas sobre a correta classificação de sua participação quando da alienação de suas ações à Controladora em 2019, qual seja, de ações em circulação.

71. Quanto à forma de aquisição de tais ações, por meio do exercício de uma opção de venda contra a Controladora, entendemos que tal modo de aquisição não tem o condão de afastar a aplicação do art. 26 da

Instrução CVM 361, pois o mesmo indica que a OPA por aumento de participação é objetivamente devida quando são adquiridas ações que representem mais de 1/3 do total de ações em circulação, por outro meio que não uma OPA, que é o caso da aquisição por meio do exercício da Put.

72. Desse modo, caso a aquisição de ações que se deu por meio do exercício da Put em conjunto com outras aquisições de ações realizadas pelo acionista controlador da Companhia que não tenham se dado por meio de OPA represente mais de 1/3 do total das ações em circulação de emissão da Companhia, a OPA por aumento de participação será devida.

73. Tendo sido definida a principal controvérsia do caso concreto, na sequência, realizaremos os cálculos por meio da Fórmula para verificar se houve a ultrapassagem do limite de 1/3 de que trata o caput do art. 26 da Instrução CVM 361 para fins de realização de OPA por aumento de participação.

74. Para tal cálculo, verificamos os dados constantes dos quadros que retratam as principais alterações no capital social de Rede ocorridas em diferentes datas, desde 05/09/2000, conforme encaminhados pela própria Companhia (documento 0821127), além de informações apresentadas pela BNDESPAR (documento 0882685) quanto à evolução de sua participação societária no capital social da Companhia ao longo dos anos.

75. Da leitura da documentação encaminhada pela Companhia, verifica-se que em 05/09/2000, data base para definição da variável AC00, o número de ações de emissão da Companhia em circulação por espécie e classe era de 578.000 ações ordinárias e 9.982.668 ações preferenciais, números que devem ser atribuídos à variável AC00 da Fórmula.

76. Portanto, em 05/09/2000, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 578.000;

AAC = ARC = AOPS = AQ = 0; e

L(1/3) em 05/09/2000 = 1/3*(578.000 + 0 – 0 + 0) – 0 = 192.667 ON

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 9.982.668;

AAC = ARC = AOPS = AQ = 0; e

L(1/3) em 05/09/2000 = 1/3*(9.982.668+ 0 – 0 + 0) – 0 = 3.327.556 PN

Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, em 03/2003 houve a aquisição de 23.000 ações ordinárias e 18.000 ações preferenciais de emissão da Companhia em circulação pelos seus controladores. Portanto, em 03/2003, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 578.000;

AAC = ARC = AOPS = 0;

AQ = 23.000; e

L(1/3) em 03/2003= 1/3*(578.000 + 0 – 0 + 0) – 23.000 = 169.667 ON

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 9.982.668;

AAC = ARC = AOPS = 0;

AQ = 18.000; e

L(1/3) em 03/2003 = 1/3*(9.982.668 + 0 – 0 + 0) – 18.000 = 3.309.556 PN

77. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, em 04/2006 houve desdobramento das ações de sua emissão na proporção de 1 para 5, de modo que todos os valores atribuídos às variáveis da Fórmula até então devem ser multiplicados por 5. Portanto, em 04/2006, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 =2.890.000;

AAC = ARC = AOPS = 0;

AQ = 115.000; e

L(1/3) em 03/2003= 1/3*(2.890.000 + 0 – 0 + 0) – 115.000 = 848.333 ON

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 49.913.340;

AAC = ARC = AOPS = 0;

AQ = 90.000; e

L(1/3) em 03/2003 = 1/3*(49.913.340 + 0 – 0 + 0) – 90.000 =16.547.780 PN

78. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, em 06/2007 houve um aumento de capital por conversão de debêntures integralizado pela BNDESPAR sem a concessão de direito de preferência aos demais acionistas, culminando na aquisição pela BNDESPAR de 20.542.145 ações preferenciais, as quais serão contabilizadas como AAC, por resultar essa operação em um acréscimo no número de ações em circulação. Portanto, em 06/2007 não houve alterações no número de ações ordinárias em circulação, enquanto para ações preferenciais, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 49.913.340;

AAC = 20.542.145;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 90.000; e

L(1/3) em 06/2007 = 1/3*(49.913.340 + 20.542.145 – 0 + 0) – 90.000 = 23.395.162 PN

79. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, em 12/2008 houve aumento de capital por subscrição privada pelos acionistas, na proporção de sua participação no capital social, ocorrendo então um aumento de 17.200.612 ações preferenciais de sua emissão em circulação, as quais devem ser contabilizadas na variável AAC, por resultar essa operação em um acréscimo no número de ações em circulação. Portanto, com base no quadro acionário de 12/2008 não houve alterações no número de ações ordinárias em circulação, enquanto para ações preferenciais, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 49.913.340;

AAC = 20.542.145 + 17.200.612 = 37.742.757;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 90.000 ; e

L(1/3) em 12/2018 = 1/3*(49.913.340 + 37.742.757 – 0 + 0) – 90.000 = 29.128.699 PN

80. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia e nas informações constantes na documentação enviada pela BNDESPAR quanto à evolução de seu capital social na Rede, verifica-se que, entre o ano de 2009 e 06/2011 houve a aquisição de 15.750.821 ações preferenciais em circulação por parte dos controladores da Companhia. Portanto, no período em questão, não houve alterações no número de ações ordinárias em circulação, enquanto para ações preferenciais, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 49.913.340;

AAC = 37.742.757;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 90.000 + 15.750.821 = 15.840.821; e

L(1/3) em 06/2011 = 1/3*(49.913.340+ 37.742.757 – 0 + 0) – 15.840.821 = 13.377.878 PN

81. Ainda em junho/2011, com base nos quadros acionários

encaminhados pela Companhia, houve um aumento de capital por subscrição particular, por meio do qual houve um aumento de 3.988.054 ações ordinárias em circulação, a serem contabilizadas como AAC, por efetivamente aumentarem o número de ações daquela espécie em circulação. Portanto, no período aqui indicado, não houve alterações no número de ações preferenciais em circulação, enquanto para ações ordinárias, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 2.890.000;

AAC = 3.988.054;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 115.000; e

L(1/3) em 06/2011= 1/3*(2.890.000+ 3.988.054 – 0 + 0) – 115.000 = 2.177.685 ON

82. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, vê-se que em junho/2014 houve um aumento de capital por subscrição particular, resultando em um aumento de 158.405 ações ordinárias e de 509.681 ações preferenciais em circulação, a serem contabilizadas como AAC. Portanto, em junho/2014, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 2.890.000;

AAC = 3.988.054 + 158.405 = 4.146.459;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 115.000; e

L(1/3) em 06/2014= 1/3*(2.890.000+ 4.146.459 – 0 + 0) – 115.000 = 2.230.486 ON

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 49.913.340;

AAC = 37.742.757 + 509.681 = 38.252.438;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 15.840.821; e

L(1/3) em 06/2014 = 1/3*(49.913.340+ 38.252.438 – 0 + 0) – 15.840.821 = 13.547.772 PN

83. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, vê-se que entre agosto/2014 e novembro/2016, seus controladores realizaram várias aquisições de ações em circulação no mercado, nos montantes de 1.249.700 ações ordinárias e 455.000 ações preferenciais a serem contabilizadas na variável AQ. Portanto, em novembro/2016, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ",

temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 2.890.000;

AAC = 4.146.459;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 115.000 + 1.249.700 = 1.364.700; e

L(1/3) em 11/2016= 1/3*(2.890.000 + 4.146.459 – 0 + 0) – 1.364.700 = 980.786

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 49.913.340;

AAC = 38.252.438;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 15.840.821 + 455.000 = 16.295.821; e

L(1/3) em 11/2016 = 1/3*(49.913.340 + 38.252.438 – 0 + 0) – 16.295.821 = 13.092.772 PN

84. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, vê-se que, ainda em novembro/2016, por meio de um aumento de capital por subscrição particular, houve um aumento de 203.726 ações ordinárias e 372.669 ações preferenciais circulação, a serem contabilizadas como AAC. Portanto, em novembro/2016, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 2.890.000;

AAC = 4.146.459 + 203.726 = 4.350.185;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 1.364.700; e

L(1/3) em 11/2016= 1/3*(2.890.000+ 4.350.185 – 0 + 0) – 1.364.700 = 1.048.695 ON

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 49.913.340;

AAC = 38.252.438 + 372.669 = 38.625.107;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 16.295.821; e

L(1/3) em 11/2016 = 1/3*(49.913.340+ 38.625.107 – 0 + 0) – 16.295.821 = 13.216.995 PN

85. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, vê-se que, ainda em novembro/2016, após o aumento de capital

supracitado, seus controladores adquiriram 2.000 ações ordinárias em circulação, a serem contabilizadas na variável AQ. Portanto, no período aqui indicado, não houve alterações no número de ações preferenciais em circulação, enquanto para ações ordinárias, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 2.890.000;

AAC = 4.350.185;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 1.364.700 + 2.000 = 1.366.700; e

L(1/3) em 11/2016= 1/3*(2.890.000 + 4.350.185 – 0 + 0) – 1.366.700 = 1.046.695 ON

86. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, vê-se que, em dezembro/2016 foram realizadas aquisições de 18.000 ações ordinárias e 25.500 ações preferenciais em circulação pelos seus controladores, a serem contabilizadas como AQ. Portanto, em dezembro/2016, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 2.890.000;

AAC = 4.350.185;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 1.366.700 + 18.000 = 1.384.700; e

L(1/3) em 12/2016= 1/3*(2.890.000 + 4.350.185 – 0 + 0) – 1.384.700 = 1.028.695 ON

<u>Ações Preferenciais (PN):</u>

AC00 = 49.913.340;

AAC = 38.625.107;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 16.295.821 + 25.500 = 16.321.321; e

L(1/3) em 12/2016 = 1/3*(49.913.340 + 38.625.107 – 0 + 0) – 16.321.321 = 13.191.495 PN

Ações em circulação em 12/2016 = AC00 + AAC -AQ = 49.913.340 + 38.625.107 - 16.321.321 = 72.217.126PN

87. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, vê-se que, em julho de 2017, houve a conversão da totalidade das ações preferenciais de sua emissão em ações ordinárias, na proporção de 1:1. Com isso, não há mais que se contabilizar alteração no número de ações preferenciais em circulação. Não obstante, verifica-se que as 72.217.126 ações preferenciais em circulação naquele momento, conforme

calculamos no parágrado anterior, as quais foram convertidas para ações ordinárias, acabaram por aumentar o número de ações ordinárias em circulação, motivo pelo qual entendemos tais novas ações ordinárias devem ser contabilizadas como AAC, por efetivamente aumentar o número de ações ordinárias de emissão da Companhia em circulação. Portanto, em julho/2017, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 2.890.000;

AAC = 4.350.185 + 72.217.126 = 76.567.311;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 1.384.700; e

L(1/3) em 07/2017= 1/3*(2.890.000+ 76.567.311 + 0) – 1.384.700 = 25.101.070 ON

88. Com base nos quadros acionários encaminhados pela Companhia, vê-se que, entre 08/2017 e 03/2018, houve a aquisição, pelos seus acionistas controladores, de 1.484.200 ações ordinárias em circulação de sua emissão. Portanto, em março/2018, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos: ,

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 2.890.000;

AAC = 76.567.311;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 1.384.700 + 1.484.200 = 2.868.900; e

L(1/3) em 03/2018= 1/3*(2.890.000+ 76.567.311 – 0 + 0) – 2.868.900 =23.616.870 ON

89. Posteriormente, em 03/2019, houve o exercício da Put pela BNDESPAR., resultando na aquisição pelos controladores da Companhia de 67.642.986 ações ordinárias em circulação de sua emissão. Portanto, em março/2019, aplicando-se a Fórmula "L (1/3) = 1/3(AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ", temos:

<u>Ações Ordinárias (ON):</u>

AC00 = 2.890.000;

AAC = 76.567.311;

ARC = AOPS = 0;

AQ = 2.868.900 + 67.642.986 = 70.511.886; e

L(1/3) em 03/2018= 1/3*(2.890.000 + 76.567.311– 0 + 0) – 70.511.886 = -44.026.116 ON

90. Com base no acima exposto, verifica-se que a aquisição pela Controladora junto à BNDESPAR de 67.642.986 ações ordinárias de

emissão da Companhia realizada em 03/2019, em função do exercício da Put, resultou na ultrapassagem do limite de 1/3 de ações em circulação de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, ensejando a necessidade de realização de OPA por aumento de participação de Rede.

91. Cumpre mencionar que, até o presente momento, não tomamos conhecimento de qualquer pedido de registro da OPA por aumento de participação em questão, pleito que, nos termos do § 3º do art. 26 da Instrução CVM 361, deve ser "ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do caput" do referido artigo.

9. Finalmente, concluímos o Relatório propondo o "*encaminhamento de Ofício à Controladora, com cópia para a Companhia: (i) determinando o protocolo na CVM do pedido de registro da OPA por aumento de participação devida, nos termos da regulamentação em vigor; e (ii) solicitando manifestação sobre eventual infração ao prazo de 30 dias para protocolo na CVM do referido pedido, conforme previsto pelo § 3º do art. 26 da Instrução CVM 361.*"

10. Em 27/08/2020, encaminhamos o já citado Ofício nº 234/2020/CVM/SRE/GER-1 (doc. SEI nº 0889404) à Companhia e à Energisa, comunicando nosso entendimento, consubstanciado no Relatório, e determinando o protocolo da documentação pertinente para o pedido de registro de OPA por aumento de participação, além de manifestação sobre eventual infração ao disposto no § 3º do art. 26 da Instrução CVM 361.

11. Em 16/09/2020, o Recorrente encaminhou expediente interpondo o Recurso contra a decisão supra, o qual está sendo tratado por meio do presente Memorando, no âmbito do Processo em epígrafe, tendo sido, ainda, concedido efeito suspensivo, conforme mencionamos no parágrafo 3º, acima.

12. Cabe ressaltar que o Recurso foi interposto de forma tempestiva, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03.

13. Conforme será visto na seção a seguir, em síntese, o Recorrente alega que a decisão da SRE deve ser reformada pois: (i) as ações que eram de titularidade do BNDESPAR nunca integraram o mercado, nunca circularam e ou poderiam circular; (ii) o conceito para se considerar "pessoa vinculada" na Decisão seria inovador e contrário ao entendimento do Colegiado; (iii) o BNDESPAR considerava, em suas demonstrações financeiras, seu investimento na Companhia como "coligada"; (iv) todas as ações alienadas pela BNDESPAR à Energisa estavam vinculadas ao Acordo de Acionistas; e (v) o término do Acordo de Acionistas, a despeito de ter ocorrido anteriormente à aquisição que teria ensejado a ultrapassagem do limite de 1/3 em questão, não representou o fim da relação da BNDESPAR com os controladores da Companhia.

III. Alegações da Recorrente

14. De modo a fundamentar seu pleito, a Recorrente apresentou os argumentos abaixo transcritos, com os grifos originais:

"(...)

RECURSO COM PEDIDO DE EFEITO SUSPENSIVO

em face de decisão constante do Ofício nº 234/2020/CVM/SRE/GER-I ("Ofício"), datado de 27/08/2020, que determinou que a Energisa: (i) realize o protocolo na CVM do pedido de registro da OPA por aumento de participação na Rede Energia Participações S.A. ("Rede Energia" ou "Companhia") até 28/09/2020; e (ii) apresente manifestação sobre eventual infração por não ter realizado o

referido pedido à época do evento que deu ensejo à ultrapassagem do limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM nº 361/02 ("ICVM 361"), pelos fundamentos que passa a aduzir.

(...)

II. DA DECISÃO RECORRIDA

A decisão constante do Ofício considerou necessária a realização de OPA por aumento de participação objeto da reclamação apresentada por Fabio Buchner ("Reclamante"), por entender que aquisição, pela Energisa, de 67.642.986 ações ordinárias de emissão da Companhia de titularidade da BNDES Participações S.A. ("BNDESPAR") em 08/03/2019 teria resultado na ultrapassagem do limite de 1/3 de ações em circulação de que trata o art. 26 da ICVM 361.

Referida aquisição se deu em razão do exercício de opção de venda pela BNDESPAR nos termos de um acordo de acionistas sobre compra e venda de ações celebrado em 04/02/1999 celebrado com a então controladora da Companhia subsequentemente aditado ("Acordo de Acionistas - Opção de Venda"), ao qual a Energisa aderiu em 10/04/2014, ao adquirir o controle do grupo Rede Energia.

O Acordo de Acionistas — Opção de Venda original foi acompanhado de acordo de acionistas sobre o exercício do direito de voto, também celebrado em 04/02/1999 ("Acordo de Voto") que estabelecia, dentre outras matérias, a indicação de um membro do conselho de administração da Companhia pela BNDESPAR e a necessidade do seu consentimento prévio para a aprovação de determinadas matérias. As ações vendidas pela BNDESPAR em 08/03/2019 foram subscritas na vigência deste Acordo de Voto, que perdeu a eficácia em 2014, após a participação da BNDESPAR ter sido diluída a um percentual inferior a 5% no contexto de aumento de capital realizado quando da aquisição do controle da Companhia pela Energisa.

Segundo o Relatório 38/2020-CVM/SRE/GER-I ("Relatório"), ao qual o Ofício faz referência (em conjunto referidos como "Decisão Recorrida"), as Ações vendidas pela BNDESPAR à Energisa em 08/03/2019 deveriam ser consideradas "ações em circulação" para fins de aplicação do art. 26 da ICVM 361. Essa conclusão se apoia em dois argumentos centrais;

> *(i) as Ações de titularidade da BNDESPAR deveriam sempre ser classificadas como "ações em circulação", inclusive durante a vigência do Acordo de Voto, pois este não contaria com cláusulas que pudessem indicar um compartilhamento do controle da Companhia"; e*
>
> *(ii) ainda que a BNDESPAR fosse considerada como pessoa Vinculada à controladora da Companhia por ser signatário do Acordo de Acionistas, tal vinculação teria deixado de existir a partir do momento em que o Acordo deixou de ter eficácia, em 2014, não restando dúvidas sobre a correta classificação de sua participação quando da alienação de suas ações à Controladora em 2019, qual seja, de ações em circulação" (item 70 do Relatório).*

No entanto, conforme será detalhado a seguir, as Ações adquiridas pela Energisa em razão do exercício de opção de venda pela BNDESPAR não poderiam ser consideradas "ações em circulação", por diversos argumentos. Assim sendo, a única conclusão possível será que a aquisição das Ações não deve ensejar a OPA por aumento de participação determinada pela Decisão Recorrida. É o que se passa a demonstrar.

III. DAS RAZÕES PARA A REFORMA DA DECISÃO DA SRE

A Recorrente requer a reconsideração da Decisão Recorrida, tendo em vista que as Ações não podem ser consideradas "ações em circulação", tendo em vista que:

*(i) as Ações **nunca integraram o mercado nem nele circularam ou poderiam circular**, em razão da vedação à negociação de ações vinculadas a acordos de acionistas, conforme previsto no art. 118, §4º da Lei nº 6.404/76 ("LSA"), não sendo possível considerar que tais Ações integram o free float da Companhia, pois vinculadas acordos de acionistas celebrados com o acionista controlador;*

*(ii) **o conceito de "pessoa vinculada" utilizado pela Decisão Recorrida é inovador e contrário ao entendimento consolidado do Colegiado**, que **não** pressupõe que, no caso de partes vinculadas a um acordo de acionistas, o acordo contenha cláusulas que indiquem um "compartilhamento de controle";*

*(iii) o Acordo de Voto celebrado em 1999, do qual a BNDESPAR era parte na data de corte para cálculo de aumento de participação estabelecida pela ICVM 361 (09/09/2000), assegurava à BNDESPAR uma série de direitos relevantes, incluindo o direito de eleger membro do Conselho de Administração da Companhia, motivo pelo qual originalmente **a própria BNDESPAR reconhecia o seu investimento na companhia como "empresa coligada"** - o que por si só seria suficiente para que a BNDESPAR fosse considerada uma "pessoa vinculada" ao controlador nos termos da definição adotada nas decisões do Colegiado da CVM durante toda a vigência do Acordo de Voto;*

*(iv) **todas as Ações vendidas à Energisa pela BNDESPAR foram subscritas pela própria BNDESPAR na vigência do Acordo de Voto**, ou seja, enquanto a BNDESPAR era pessoa vinculada ao acionista controlador nos termos da ICVM 361, de modo que tais subscrições não produziram qualquer impacto no freefloat da Companhia;*

(v) o término do Acordo de Voto não representou o fim da relação da BNDESPAR com os controladores da Companhia: na verdade, o aumento de capital subscrito pela Energisa quando da aquisição do controle da Companhia, que causou a diluição da BNDESPAR abaixo do percentual de 5%, foi realizado com recursos disponibilizados pela própria BNDESPAR à Energisa, dos quais R$ 1 bilhão foram aportados pela BNDESPAR por meio de debêntures conjugadas com bônus de subscrição — até hoje a BNDESPAR é um debenturista importante da Energisa, além de ser titular de ações e de bônus de subscrição que conferem à BNDESPAR a possibilidade de aumentar sua participação. Além disso, o Acordo de Acionistas — Opção de Venda permaneceu em vigor até o exercício da opção, sendo que durante todo o período o controlador garantiu a obrigação de compra mediante caução de ações representativas de 40% do capital da Companhia; e

*(vi) ainda que o término do Acordo de Voto representasse o fim do vínculo entre a BNDESPAR e a controladora em 2014, isso não parece ser relevante para fazer com que as Ações passassem, posteriormente, a ser consideradas "em circulação", pois **a fórmula de cálculo tradicionalmente adotada pelo Colegiado e refletida nos ofícios***

circulares anuais da SRE não prevê o término de vínculo de uma pessoa originalmente vinculada e posteriormente não mais vinculada com o controlador *— se as Ações subscritas pela BNDESPAR enquanto "pessoa vinculada" nunca passaram a integrar o free float, também não poderiam ser retiradas de circulação pela Energisa (e mesmo que se entendesse em sentido contrário, tal interpretação não pode ser aplicada de forma retroativa).*

*Dito isto, e conforme já demonstrado nas manifestações apresentadas pela Companhia e pela Controladora neste processo, não houve aquisição que tenha alterado a liquidez das ações em circulação da Companhia, de modo a tornar necessária a realização de uma OPA por aumento de participação nos termos do art. 4º, § 6º da LSA**[1]** e do art. 26 da ICVM 361.*

III.1 - AS AÇÕES VENDIDAS PELA BNDESPAR NUNCA CIRCULARAM NO MERCADO POR IMPERATIVO LEGAL

Conforme já mencionado acima, desde 1999 até a aquisição pela Energisa, as Ações de titularidade da BNDESPAR sempre estiveram vinculadas ao Acordo de Acionistas - Opção de Venda. Como se sabe, os acordos de acionistas têm o efeito de impedir que as ações vinculadas sejam negociadas em bolsa ou no mercado de balcão, por força do disposto no §4º do art. 118 da LSA.

Com efeito, as Ações nunca integraram o mercado nem jamais nele circularam, pois vinculadas a acordo de acionistas celebrado com o acionista controlador, não podendo ser consideradas com parte do freefloat da Companhia. Assim, resta claro que sua aquisição pela Energisa — no cumprimento de obrigação contratual originalmente estabelecida em 1999 — não foi capaz de alterar, nem produzir qualquer outro impacto, na liquidez de mercado do freefloat, não justificando a realização de uma OPA por aumento de participação.

Assim, e com a dada Vênia, ***a Decisão Recorrida criou o conceito paradoxal de ações em circulação... que não poderiam ter circulado enquanto vinculadas a acordo de acionistas****.*

O bem jurídico tutelado pelo art. 4º, §6º da LSA é a liquidez de mercado das ações companhia. Isto decorre da disposição expressa da lei, que estabelece que a aquisição de ações que enseja a OPA por aumento de participação é aquela que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impede a "liquidez de mercado das ações remanescentes",

Ao fazer referência à liquidez de mercado das ações remanescentes, o dispositivo legal não deixa dúvidas: jamais poderia ensejar urna OPA por aumento de participação a aquisição de ações que nunca sequer circularam no mercado e nem poderiam fazê-lo. Se a aquisição não produz nenhum impacto na liquidez de mercado das ações, inexiste bem jurídico a ser tutelado.

Em resposta a este argumento, a SRE faz referência ao entendimento manifestado pelo Colegiado da CVM no Processo Administrativo CVM nº RJ-2011-2817, que determinou, por unanimidade, a necessidade de realização de OPA por aumento de participação na Investco S.A. ("Caso Investco"). Nos termos do voto do relator Henrique Machado, o critério a ser observado para verificação de redução da liquidez para fins de aplicação do art. 26 da Instrução CVM 361 é objetivo (aquisição de mais de 1/3 do total das ações

classificadas como "em circulação" pelo controlador, pessoas a ele vinculadas ou pessoas que atuem em conjunto com o controlador) e a sua análise deve ocorrer de maneira independente de qualquer outro juízo sobre o grau de liquidez das ações em circulação de determinada companhia.

Ainda que o art. 26 da ICVM 361 tenha estabelecido um parâmetro objetivo para a verificação do impedimento de liquidez - ***é importante que fique claro, desde já, que as Ações adquiridas pela Energisa não se enquadram na definição de "ações em circulação" segundo este critério objetivo, conforme será demonstrado mais adiante*** *— por outro lado, não parece razoável que este critério objetivo seja aplicado para atingir resultados absurdos[2].*

No caso da Companhia, como as Ações vendidas pela BNDESPAR nunca circularam ou foram negociadas no mercado (e nem legalmente poderiam sê-lo enquanto vinculadas ao Acordo de Acionistas — Opção de Venda), a sua aquisição pela Energisa não alterou a quantidade de ações em circulação, conforme demonstra a tabela abaixo, e portanto nunca teria o condão de diminuir o volume de negociação das ações de emissão da Companhia no mercado ou em outros aspectos da liquidez de mercado.

Acionistas	Semestre - Ano	Quantidade de Ações		
		Ordinárias	Preferenciais	Total
Acionista controlador e pessoas vinculadas	1º semestre de 2014	1.175.401.744	527.889.262	1.696.688.893
Outros Acionistas (*Free-float*)		6.918.459	4.686.061	18.206.633
Acionista controlador e pessoas vinculadas	2º semestre de 2014	1.176.530.644	528.048.162	1.704.578.806
Outros Acionistas (*Free-float*)		5.789.559	4.527.161	10.316.720
Acionista controlador e pessoas vinculadas	1º semestre de 2015	1.176.547.044	528.081.362	1.704.628.406
Outros Acionistas (*Free-float*)		5.773.159	4.493.961	10.267.120
Acionista controlador e pessoas vinculadas	2º semestre de 2015	1.176.597.844	528.206.862	1.704.804.706
Outros Acionistas (*Free-float*)		5.722.359	4.368.461	10.090.820
Acionista controlador e pessoas vinculadas	1º semestre de 2016	1.176.598.444	528.245.862	1.704.844.306
Outros Acionistas (*Free-float*)		5.721.759	4.329.461	10.051.220
Acionista controlador e pessoas vinculadas	2º semestre de 2016	1.412.931.758	634.542.157	2.047.473.915
Outros Acionistas (*Free-float*)		5.852.485	4.548.230	10.400.715
Acionista controlador e pessoas vinculadas	1º semestre de 2017	1.412.931.758	634.542.157	2.047.473.915
Outros Acionistas (*Free-float*)		5.852.485	4.548.230	10.400.715
Acionista controlador e pessoas vinculadas	2º semestre de 2017	2.048.890.515	0	2.047.473.915
Outros Acionistas (*Free-float*)		8.984.115	0	10.400.715
Acionista controlador e pessoas vinculadas	1º semestre de 2018	2.048.958.115	0	2.048.958.115
Outros Acionistas (*Free-float*)		8.916.515	0	8.916.515
Acionista controlador e pessoas vinculadas	2º semestre de 2018	2.048.958.115	0	2.048.958.115
Outros Acionistas (*Free-float*)		8.916.515	0	8.916.515
Acionista controlador e pessoas vinculadas	1º semestre de 2019 (*até o exercício da opção*)	2.048.958.115	0	2.048.958.115
Outros Acionistas (*Free-float*)		8.916.515	0	8.916.515

Na realidade, o que se pode verificar é que, na prática, o volume de negócios[3] após a aquisição das Ações da BNDESPAR pela Energisa chegou até a aumentar, provavelmente em razão do movimento especulativo com o qual o reclamante pode estar envolvido:

Resumo Mensal – Mercado à Vista (Rede Energia)8				
Mês - Ano	Espécie	Número de Negociações	Quantidade	Volume (R$)
Junho - 2018	ON	337	122.500	651.361,00
Julho - 2018	ON	265	108.700	607.952,00
Agosto - 2018	ON	80	35.900	213.700,00
Setembro - 2018	ON	65	39.500	234.323,00
Outubro - 2018	ON	218	99.600	602.480,00
Novembro - 2018	ON	204	62.400	390.587,00
Dezembro - 2018	ON	124	42.600	287.366,00
Janeiro - 2019	ON	174	76.800	529.136,00
Fevereiro - 2019	ON	190	88.900	634.576,00
Março - 2019	ON	148	59.600	433.509,00
Abril - 2019	ON	271	81.700	597.047,00
Maio - 2019	ON	121	35.600	251.164,00
Junho - 2019	ON	135	67.900	503.568,00
Julho - 2019	ON	399	177.800	1.344.568,00
Agosto - 2019	ON	179	92.500	659.955,00
Setembro - 2019	ON	245	89.300	698.603,00
Outubro - 2019	ON	119	40.700	323.741,00
Novembro - 2019	ON	67	34.800	279.566,00
Dezembro - 2019	ON	180	64.300	527.143,00
Janeiro - 2020	ON	649	267.100	2.424.251,00
Fevereiro - 2020	ON	365	113.000	1.038.470,00
Março - 2020	ON	137	59.200	554.245,00
Abril - 2020	ON	224	68.700	674.286,00
Maio - 2020	ON	81	19.900	198.873,00
Junho - 2020	ON	106	30.500	306.192,00
Julho - 2020	ON	117	34.800	355.916,00
Agosto - 2020	ON	63	28.200	291.780,00

Não restam dúvidas, portanto, que os titulares de ações em circulação da Companhia não sofreram qualquer impacto negativo na liquidez de mercado de suas ações em decorrência da aquisição das Ações da BNDESPAR, pois estas nunca circularam no mercado.

Assim sendo, passamos a lembrar as várias razões pelas quais, e com base em cada uma delas, as Ações adquiridas pela Energisa não se enquadram na definição de "ações em circulação" segundo o entendimento consolidado do Colegiado da CVM.

III.2 - A DEFINIÇÃO DE "AÇÕES EM CIRCULAÇÃO" ADOTADA PELA DECISÃO DA SRE É INOVADORA E CONTRARIA O ENTENDIMENTO DO COLEGIADO

A Decisão Recorrida sustenta que as Ações vendidas pela BNDESPAR deveriam ser consideradas "ações em circulação", pois não haveria elementos para trata-las como ações pertencentes ao acionista controlador da Companhia ou pessoas a ele vinculadas.

Segundo a Decisão Recorrida, essa conclusão teria como fundamento o fato de que não havia, no Acordo de Voto, cláusulas que pudessem indicar um compartilhamento de controle da Companhia com a BNDESPAR, ainda que o Acordo de Voto assegurasse à BNDESPAR o direito de eleger um membro no Conselho de Administração e a necessidade do seu voto afirmativo em diversas matérias relevantes.

Veja-se abaixo o que sustenta a Decisão Recorrida:

> *66. Há de se ressaltar que o **Acordo não contava em seu teor com cláusulas que pudessem indicar um compartilhamento do controle da Companhia**, pois não há, por exemplo, questões como necessidade de reuniões prévias por parte de seus signatários para formar consenso sobre temas a serem deliberados em assembleias ou ainda sobre a eleição de seus administradores, sem contar, ademais, **que BNDESPAR era detentora apenas de ações preferenciais durante vigência do Acordo, o que, por si só, já limitaria bastante sua eventual atuação como controlador da Companhia, como faz crer a Controladora**.*
>
> *67. Assim, em nosso entendimento, o Acordo de Acionistas visava tão somente a proteção dos interesses de acionista minoritário relevante que era a BNDESPAR, permitindo, inclusive, que negociasse suas ações livremente, **não podendo ser confundido com um Acordo de Acionistas visando o exercício do poder de controle pelos seus signatários**, interpretação esta que inclusive é partilhada pela própria BNDESPAR, como se pode notar de suas considerações, resumidas na seção anterior.*

Há vários equívocos nessa inovação: primeiro, como já dito acima, o Acordo de Voto, e o próprio Acordo de Acionistas - Opção de Venda, estão incluídos na restrição do § 4º do art. 118.

Assim, todos os acordos de acionistas (sejam eles sobre a compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle) impedem a circulação de ações, independentemente da forma como os acionistas exerçam os direitos previstos nestes acordos, ou ainda mesmo que deixem de exercê-los. Logo, qualquer ação vinculada a um acordo de acionistas celebrado com o acionista controlador não poderia ser considerada "ação em circulação".

Ademais, o raciocínio utilizado pela Decisão Recorrida sugere uma implícita assimilação entre os conceitos de "acionista controlador" e "pessoa a ele vinculada", o que contradiz o entendimento consolidado do Colegiado da CVM sobre o tema.

*O art. 26 da ICVM 361 determina, a partir do previsto no § 6º do art. 4º da LSA, que a OPA por aumento de participação deverá realizar-se sempre que o **acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com acionista controlador ou pessoa a ele vinculada**, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 do total das **ações de cada classe ou espécie em circulação**.*

Diante de tais disposições, o Colegiado da CVM, desde a revogação da Instrução CVM nº 299/99 pela ICVM 361, proferiu uma série de decisões firmando o entendimento sobre o conceito de "ações em circulação" e "pessoas vinculadas ao acionista controlador" para fins da ICVM 361.

Tais precedentes partem da interpretação do art. 3º da ICVM 361, combinada com uma análise sistemática da LSA, em que se define que as ações em circulação são todas as ações emitidas por uma companhia, ***exceto as detidas*** *pelo acionista controlador,* ***por pessoas a ele vinculadas****, por administradores da companhia e aquelas em tesouraria.*

A respeito da definição de "pessoas vinculadas", o ex-Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, ao avaliar as modalidades de abuso de poder de controle e de pessoas a ele vinculadas, destaca em voto vencedor proferido em 12 de agosto de 2004, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2001/9686:

> *"Já na definição de "pessoa vinculada", adotada no inciso VI acima transcrito, não há a necessidade de haver participação societária, podendo advir de contrato ou de quaisquer relações de fato(...)" (Grifou-se)*

E ainda complementa a análise acerca do conceito:

> *"Dessa forma, entendo que nestas hipóteses, a princípio, têm-se três situações possíveis, quais sejam: (i) relação de coligação; (ii) relações contratuais (principalmente por meio de acordo de acionistas); e (iii) demais relações de fato que podem vir a causar a atuação de acionistas minoritários em representação aos interesses." (grifou-se)*

Até o presente momento, não temos notícia de entendimento diverso proferido pelo Colegiado da CVM sobre o tema em comento.

No julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2011/2817 — o Caso Investco, citado no Relatório — o Diretor Henrique Balduino Machado Moreira referindo-se ao voto do ex-Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos mencionado acima, afirmou:

> "***Especificamente quanto à categoria "relações contratuais"****, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos expôs que o reconhecimento do vínculo seria simples "em teoria", tendo em vista a existência de um instrumento regulando relação entre o controlador e as pessoas a ele vinculadas. Ou seja, apesar de admitir prova em contrário,* ***a celebração de contratos entre o controlador e terceiros e, em especial, a celebração de acordos de acionistas, pode ser considerada um forte indício do vínculo existente entre as partes para fins do art. 26 da Instrução CVM nº 361 de 2002****."*

Vale notar que, no Caso Investco, um acionista foi considerado "pessoa vinculada" por ser signatário de um Acordo de Acionistas que ***não regulava o compartilhamento do controle*** *da Investco. Pelo contrário, o único direito assegurado pelo acordo era o direito de eleger um membro do conselho de administração da Companhia e não havia nenhum tipo de veto.*

Assim sendo, pode-se concluir que, de acordo com o posicionamento do Colegiado da CVM, não é necessário que um acordo contenha cláusulas de compartilhamento de controle para que suas partes sejam consideradas "pessoas vinculadas".

No caso da participação da BNDESPAR na Companhia, o Acordo de Voto

celebrado em 1999, do qual a BNDESPAR era parte na data de corte para cálculo de aumento de participação estabelecida pela ICVM 361 (09/09/2000), assegurava à BNDESPAR uma série de direitos relevantes, incluindo o direito de eleger membro do Conselho de Administração da Companhia e a necessidade do seu consentimento prévia para a aprovação de determinadas matérias[4].

*Originalmente, **a própria BNDESPAR reconhecia o seu investimento na Companhia como sendo em "empresa coligada"** — conforme evidenciado pelas demonstrações financeiras) (Doc. 02[5]),*

Todas as Ações vendidas à Energisa pela BNDESPAR foram subscritas pela própria BNDESPAR na vigência do Acordo de Voto, ou seja, enquanto a BNDESPAR era pessoa vinculada ao acionista controlador nos termos da ICVM 361, de modo que tais subscrições não produziram qualquer impacto no free float da Companhia.

Isso por si só seria suficiente para que a BNDESPAR fosse considerada uma "pessoa vinculada" ao controlador nos termos da definição adotada nas decisões do Colegiado da CVM durante toda a vigência do Acordo de Voto. A relação de coligação é a primeira das hipóteses indicadas no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2001/9686.

Ao tratar acionista com relação de coligação como titular de ações em circulação, a Decisão Recorrida contraria entendimento consolidado pelo Colegiado da CVM — e até mesmo entendimentos exarados pela própria SRE.

O único outro argumento levantado na Decisão Recorrida seria de que as ações teriam passado a ser caracterizadas como "ações em circulação" no decurso do tempo, considerando que o Acordo de Voto deixou de ter sua vigência em 2014.

De acordo com esse argumento, independente do status da BNDESPAR como "pessoa vinculada" ou não durante a vigência do Acordo de Voto, a BNDESPAR não poderia mais ser considerada uma "pessoa vinculada" do acionista controlador depois do término do Acordo de Voto em 2014. Assim, no momento da aquisição de Ações pela Energisa, em 2019, as ações de titularidade da BNDESPAR seria "ações em circulação".

Este argumento tem equívocos, explorados nos próximos dois itens a seguir.

III.3 O TÉRMINO DO ACORDO DE VOTO NÃO REPRESENTOU O FIM DO RELACIONAMENTO DA BNDESPAR COM OS CONTROLADORES DA COMPANHIA

Afirma a Decisão Recorrida que (...) ainda que a BNDESPAR fosse considerada como pessoa vinculada à controladora da Companhia por ser signatário do Acordo de Acionistas, tal vinculação teria deixado de existir a partir do momento em que o Acordo deixou de ter eficácia, em 2014, não restando dúvidas sobre a correta classificação de sua participação quando da alienação de suas ações à Controladora em 2019, qual seja, de ações em circulação (item 70).

Além disso, com relação ao período após o término do acordo, o Relatório menciona, como indício da suposta desvinculação, que a BNDESPAR teria deixado de indicar membros do Conselho de Administração em 2010 e não teria participado de aumentos de capital da Companhia realizados após 2014.

No entanto, diferentemente do que sugere a Decisão Recorrida, o término do Acordo de Voto não representou o fim do relacionamento da BNDESPAR com controladores da Companhia.

Como já dito acima, o fato de que a BNDESPAR tenha preferido deixar de eleger administradores, ou deixado de participar em aumentos de capital, não altera o fato de que as suas ações permaneceram vinculadas a acordo de acionistas celebrado o controlador e impedidas de circular por força de lei. E mesmo que não fosse assim, há também diversos outros elementos que continuam a confirmar a relação da BNDESPAR à Energisa.

O aumento de capital subscrito pela Energisa quando da aquisição do controle da Companhia, no qual a BNDESPAR não participou e que causou a diluição da BNDESPAR abaixo do percentual de 5% e o consequente término do Acordo de Voto, foi realizado com recursos disponibilizados pela própria BNDESPAR à Energisa.

A BNDESPAR aportou R$ 1 bilhão na Energisa por meio de debêntures conjugadas com bônus de subscrição — até hoje a BNDESPAR é um debenturista importante da Energisa, além de ter participação acionária, bem como a possibilidade de aumentar a sua participação acionária no caso do exercício dos bônus de subscrição.

Além disso, nos termos do Acordo de Acionistas — Opção de Venda, que permaneceu em Vigor até o exercício da opção, a BNDESPAR recebeu, como garantia contra eventual descumprimento da obrigação de compra das ações, caução de ações representativas de 40% do capital da Companhia[6].

A vigência desta obrigação, por si só, também representa um elemento de vinculação de interesses — na medida em que a BNDESPAR era afetada de forma diferente na Companhia em comparação aos demais acionistas, pois tinha um retorno garantido a ser pago pelo controlador em caso de exercício da opção de venda, além de estar exposta ao risco de crédito em razão das disposições do Acordo de Investimento, tendo como garantia quase metade do capital social da Companhia em caução.

III.4 - A FÓRMULA DO COLEGIADO NÃO PREVÊ AUMENTO NO FREE FLOAT NA HIPÓTESE DE AÇÕES QUE SUPOSTAMENTE DEIXAM DE ESTAR VINCULADAS A ACORDO DE ACIONISTAS

Ante o exposto até o momento, conviria assumir que a argumentação elaborada até este ponto já seria suficiente para assegurar o provimento ao recurso.

No entanto, é preciso apontar também que a Decisão recorrida ignora que, caso se considere que eventual vinculação da BNDESPAR aos controladores teria deixado de existir a partir do momento em que o Acordo deixou de ter eficácia, em 2014 (o que admitimos somente para argumentar), ainda assim isso não significaria que essas Ações deveriam passar a ser consideradas "ações em circulação" de modo que sua aquisição pela Energisa ensejasse uma OPA por aumento.

Explica-se: ***a fórmula de cálculo confirmada pelo Colegiado da CVM em decisão de 27 de dezembro de 2011, no âmbito do Processo Administrativo CVM RJ no 2010/15144 e refletida nos ofícios circulares anuais da SRE, não prevê nenhuma hipótese aumento no número de ações em circulação em virtude de término de vínculo de***

uma "pessoa não vinculada" com o controlador *— se as Ações subscritas pela BNDESPAR enquanto "pessoa vinculada" nunca passaram a integrar o freefloat, também não poderiam ser retiradas de circulação pela Energisa (e mesmo que agora se passasse a se entender de forma oposta, tal interpretação não pode ser aplicada de forma retroativa).*

A Decisão recorrida, ao assumir que a BNDESPAR ***sempre*** *teria sido parte do free float, deixa de perceber este ponto.*

Com efeito, a fórmula[7] não contempla a hipótese de acréscimo de ações em circulação em razão de término de acordo de acionistas. *Portanto, os cálculos efetuados no Relatório partem de premissa equivocada. Veja-se quais são os únicos fatores admitidos na fórmula:*

> *L(1/3) 1/3 (AC00 + AAC -ARC+AOPS) -AQ*
>
> *Sendo:*
>
> *L(I/3): Limite de 1/3 previsto nos artigos 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;*
>
> *AC00: número de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00;*
>
> *AAC: número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações em ações, alienação de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria, e conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);*
>
> *ARC: número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: resgate, amortização ou reembolso, aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e conversão de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(I/3);*
>
> *AOPS: número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 05/09/00 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de Ofertas públicas de distribuição secundárias;*
>
> *AQ: número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 05/09/00, por meio de OPA ou outro meio.*

Como se pode notar, não há espaço para aumento do free float em razão de término de acordo de acionistas.

O termo AAC, que significa "aumento de ações em circulação", não inclui entre as hipóteses relevantes como o término, por si só, de acordo de acionistas. O termo AOPS também não o faz. O aumento das ações circulação, de fato, deveria ocorrer se a parte vinculada pelo acordo colocasse as ações em circulação no mercado e tais ações fossem, então, adquiridas pelo acionista pelo controlador ou por pessoas a ele vinculadas. Neste caso, as ações teriam circulado no mercado e depois seriam retiradas de circulação. No entanto, não foi isso que sucedeu aqui, com uma venda privada pelo acordo de voto.

Não sendo consideradas ações em circulação, uma vez adquiridas tais Ações não poderiam ser computadas na fórmula para que fosse verificada a necessidade de realização de OPA por aumento.

Para que as ações de titularidade de pessoas que simplesmente deixariam de

estar Vinculadas a acordo de acionistas fossem acrescidas ao número de ações em circulação, seria necessário alterar a fórmula, com eficácia apenas para eventos ocorridos no futuro.

Entendimento diverso, tratando-se de nova regra (ou, no mínimo, de nova interpretação), certamente não poderia ser aplicado de forma retroativa — de modo a impor ônus ao administrado — tendo em vista a garantia constitucional de proteção ao ato jurídico perfeito e, especificamente, a vedação à aplicação retroativa de nova interpretação no âmbito de processo administrativo, contida expressamente no art. 20 parágrafo único, XIII da Lei 9.784/99.

Conforme ficou demonstrado acima, o Colegiado da CVM vem, há mais de 15 anos, adotando um entendimento uniforme sobre o conceito de "pessoa vinculada". No mesmo sentido, a fórmula do cálculo das ações em circulação já vem sendo aplicada há aproximadamente uma década, sem incluir, na definição de AAC, a situação de término de acordo de acionistas.

Na hipótese de esta d. CVM confirmar a Decisão Recorrida e considerar necessária a realização da OPA por aumento em razão da aquisição das Ações pela Energisa, tal decisão representaria uma drástica mudança de interpretação.

Em respeito ao princípio da segurança jurídica dos administrados, eventual nova interpretação do conceito de ação em circulação e da fórmula em tela deve valer apenas para casos futuros, posteriores à manifestação pública da Administração acerca da mudança de opinião.

Portanto, não se pode admitir que eventual nova interpretação desta d. CVM alcance uma operação já realizada antes que a Energisa tomasse conhecimento do novo entendimento.

VI. DA CONCLUSÃO

Pelas razões acima expostas, a Energisa requer a reforma da Decisão proferida, para que seja reconhecida a inexistência de obrigação de realizar OPA por aumento de participação.

Caso seja mantida a Decisão Recorrida, requer o Requerente o envio do processo ao Colegiado da CVM para que o mesmo examine a questão e, entendendo procedentes os argumentos, reforme a Decisão da D. Superintendência, nos termos apresentados acima, afastando a exigência de realização de OPA e acolhendo as observações quanto ao à caracterização da BNDESPAR como pessoa vinculada aos controladores da Rede Energia, para fins do cálculo do limite de 1/3 de ações. Diante de tudo que foi apresentado, a Energisa está convicta de que não cometeu nenhuma infração, todavia, caso a CVM assim entenda, os argumentos aqui apresentados servem como manifestação da Energisa, para os fins do pedido de manifestação constante do item 3, subitem (ii), do Ofício sobre eventual infração por não ter realizado o referido pedido à época do evento que deu ensejo à ultrapassagem do limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM.

IV. Nossas Considerações

15. Conforme se verifica do teor do Recurso, a Recorrente apresenta resumidamente os seguintes motivos pelos quais entende que não seria devida

uma OPA por aumento de participação da Companhia, que são:

(i) as ações que eram de titularidade da BNDESPAR nunca integraram o mercado, nunca circularam e/ou poderiam circular, nos termos do § 4º do art. 118 da LSA, uma vez que estavam vinculadas a acordo de acionistas até 2014;

(ii) a não consideração da BNDESPAR como "pessoa vinculada" ao controlador, na Decisão, seria, no entendimento da Recorrente, inovador e contrário ao entendimento do Colegiado;

(iii) a BNDESPAR considerava, em suas demonstrações financeiras de 1999 e 2000, seu investimento na Companhia como "coligada";

(iv) o término do Acordo de Acionista não representou o fim da relação da BNDESPAR com os controladores da Companhia, de modo que a BNDESPAR nunca deixou de ser "pessoa vinculada" aos controladores da Rede; e

(v) ainda que o término do Acordo de Acionistas pudesse ser considerado como o fim da relação entre BNDESPAR e os controladores da Companhia, fato é que a aplicação da Fórmula, conforme decisões do Colegiado, não abarca a situação de transformação de ações vinculadas a acordo de acionistas em ações em circulação, não sendo possível aplicar no presente caso entendimento inovador.

16. No que se refere ao primeiro argumento acima mencionado, de que as ações que eram de titularidade da BNDESPAR nunca integraram o mercado, nunca circularam e/ou poderiam circular, nos termos do § 4º do art. 118 da LSA, uma vez que estavam vinculadas a acordo de acionistas até 2014, cumpre primeiramente revisitar o aludido dispositivo legal:

> "*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.*"

17. Cabe lembrar que em meio a esse argumento, a Recorrente mencionou a redação expressa do § 6º do art. 4º da LSA, alegando que a Lei restringiu a incidência da OPA por aumento de participação aos casos em que há impedimento da "*liquidez de mercado das ações remanescentes*", de modo que as ações detidas pela BNDESPAR, por estarem vedadas de ser negociadas no mercado de valores mobiliários, conforme art. 118 supra, não estariam no rol de ações cuja aquisição afetaria a liquidez de mercado.

18. É imperativo mencionar primeiramente que a aquisição de ações detidas pela BNDESPAR que ensejou a necessidade de realização da OPA por aumento de participação ocorreu quando o Acordo de Acionistas não mais vigia, afastando, dessa forma, qualquer dúvida relacionada ao argumento supra.

19. Nada obstante, a despeito de o § 6º do art. 4º da LSA fazer menção a impedimento de liquidez de mercado das ações remanescentes, fato é que, ao interpretar e regulamentar o referido dispositivo legal, a CVM entendeu que impediria a liquidez de mercado a aquisição de "*ações que representem mais de*

1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe ***em circulação***" (grifo nosso), nos termos do art. 26 da Instrução CVM 361. E assim o fez, a nosso ver, corretamente, uma vez que a liquidez das ações no mercado é afetada, em uma visão mais abrangente, quando ocorre a aquisição de ações que integram o conceito de ações em circulação, que são, nos termos do § 2º do art. 4º-A da LSA, "*todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria*", não importando aqui a situação fática de um ou outro subconjunto de ações, como ocorre com as ações eventualmente vinculadas a acordos de acionistas, as quais não poderiam ser alienadas no mercado apenas na vigência do acordo a que estiverem adstritas.

20. Portanto, a nosso ver, o § 4º do art. 118 não cria um subconjunto de ações que excetuaria o conceito de ações em circulação para fins de incidência de OPA por aumento de participação. O que deve ser verificado no caso concreto é se o acordo ao qual determinadas ações estão vinculadas caracterizaria tais ações como detidas por pessoa vinculada ao acionista controlador, situação na qual, de fato, essas ações não afetariam a liquidez de mercado, nos termos da regulamentação aplicável.

21. Do contrário, qualquer motivo que ensejasse impossibilidade de negociação de ações no mercado, como uma suspensão decretada pela Bolsa, por exemplo, abriria, em tese, a possibilidade de o controlador adquirir tais ações de forma particular junto a acionistas minoritários, ainda que representando mais de 1/3 das ações em circulação, sem que fosse necessária a realização de OPA por aumento de participação, uma vez que as ações adquiridas estariam impedidas de serem negociadas em bolsa, mesmo que temporariamente.

22. Cumpre lembrar ainda que a Instrução CVM 361 replica o conceito de ações em circulação contido na LSA, além de explicitar outras definições, como de acionista controlador e de pessoa vinculada presentes no art. 3º da referida norma, nos seguintes termos:

> *"Art. 3º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:*
>
> *(...)*
>
> ***III – ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria;***
>
> *(...)*
>
> *VI – pessoa vinculada: a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos;*
>
> *(...)*
>
> *§ 2º Presume-se representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, quem:*
>
> *a) o controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, seja por ele controlado ou esteja com ele submetido a controle comum; ou*
>
> *b) tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou da companhia objeto, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle.*" (grifo

nosso)

23. Da leitura de tais dispositivos legais e normativos, reitera-se que as "ações em circulação" são aquelas ações emitidas por uma companhia e que não são detidas pelo seu acionista controlador ou pessoas a ele vinculadas, administradores ou aquelas em tesouraria, não havendo nenhuma menção a questões como possibilidade de negociação em bolsa ou mercado de balcão para definir tais ações.

24. Tampouco os dispositivos legais e normativos que tratam da incidência da OPA por aumento de participação fazem referência à negociação em bolsa ou mercado de balcão de modo a definir a obrigatoriedade para sua realização, mas remetem apenas ao conceito de "ações em circulação", conforme se depreende da leitura do art. 26 da Instrução CVM 361, abaixo transcrito:

> *"Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o* ***acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada****, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem* ***mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação****, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.*
>
> *(...)*
>
> *§2º A OPA de que trata este artigo deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.*
>
> *§3º O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do caput, ou no prazo determinado pela CVM, na hipótese do § 1º.*
>
> *§4º Em qualquer das hipóteses deste artigo será lícito às pessoas mencionadas no caput adotar o procedimento alternativo de que trata o art. 28, nas condições ali referidas.*
>
> *§ 5º Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no* ***caput*** *deverá ser calculado* ***com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia*** *ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.*
>
> *§ 6º Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação." (grifos nossos)*

25. Ademais, no caso específico, há de se enfatizar, inclusive, os trechos abaixo constantes do Relatório e que descrevem o entendimento da BNDESPAR em relação à sua participação na Companhia (cuja íntegra consta do documento 0882685), além de trechos do Acordo de Acionistas celebrado entre a Companhia e a BNDESPAR que vigorou até 2014, bem como alguns comentários que tecemos sobre esse documento por meio do Relatório:

"20. Em 18/11/2019, a BNDESPAR encaminhou resposta na qual reporta, inicialmente, que iniciou sua participação no capital da Rede em 1999, por meio de uma subscrição de ações preferenciais de emissão da Caiuá Serviços de Eletricidade, antiga holding da Companhia, de modo a apoiar a privatização da Centrais Elétricas do Pará S.A.

21. Para ter uma garantia de liquidez efetiva com relação às ações supramencionadas, a BNDESPAR firmou na ocasião um contrato particular de opção de venda daquelas ações ("Put") para a Empresa de Eletricidade Vale Paranapanema ("EEVP"), então controladora da Companhia. Ademais, naquela mesma ocasião, também foi firmado Acordo de Acionistas entre a BNDESPAR e a EEVP, com cláusulas protetivas à eventual alteração do controle acionário da Companhia, à diluição da participação da BNDESPAR em seu capital e à manutenção dos termos previstos na Put.

22. Ressalte-se que, segundo a BNDESPAR, sua participação na Companhia à época se dava mediante ações preferenciais e que o Acordo de Acionistas somente permaneceria válido caso a BNDESPAR mantivesse tal participação representativa de pelo menos 5% do capital social total da Rede.

23. Conforme informado pela BNDESPAR, embora tenha atingido uma participação de 19,41% do capital total da Companhia em 1999, tal percentual veio sendo reduzido, sendo que, desde 2014, após a realização de aumento de capital da Companhia em que decidiu não participar, a BNDESPAR teve sua participação consideravelmente diluída, passando a deter menos de 5% das ações representativas do capital social da Companhia, de modo que o Acordo de Acionistas teria parado de produzir efeitos.

24. Dando prosseguimento, a BNDESPAR afirma que, com sua participação de 3,29% do capital social da Companhia quando do exercício da Put, não tinha, como nunca de fato teve, poderes para eleger a maioria de seus administradores ou alcançar a maioria dos votos em assembleias.

25. Ademais, a BNDESPAR informa que também detinha um total de 0,46% do capital social da Energisa. Não obstante, essa posição também não era suficiente para exercer poder diretivo em nenhuma das sociedades.

26. Em seguida, a BNDESPAR descreve as principais características da Put, nos termos do contrato que a regia. Nesse sentido, relata que esse contrato foi aditado 6 vezes desde sua celebração, em 04/02/1999, sendo que o último aditamento ocorreu em 29/05/2017, no âmbito da conversão das ações preferenciais de emissão da Companhia em ações ordinárias, de modo a refletir essa conversão no referido contrato.

27. A BNDESPAR destaca que o quinto aditamento desse contrato ocorreu em 31/03/2014, no âmbito do plano de recuperação judicial da Companhia e de sua aquisição pela Energisa. Assim, esta última assumiu a posição de codevedora e solidária à EEVP na Put, sendo assegurado à BNDESPAR, a seu exclusivo critério, o direito de exercer, em face da Energisa e/ou da EEVP, a opção de venda das

ações de emissão da Companhia que detinha.

28. O prazo de exercício da Put era previsto para até 60 dias a contar de 03/01/2019, tendo expirado em 04/03/2019, sendo que o valor total previsto no contrato, relativo ao preço de aquisição das ações, era de R$ 390,8 milhões, atualizado por TJLP acrescida de 1,76% ao ano, desde a data base de 01/07/2013.

29. O pagamento poderia ser realizado, a exclusivo critério da EEVP e/ou da Energisa: (i) em moeda corrente nacional; ou (ii) por meio de um aumento do capital social da Energisa para capitalização de crédito em valor correspondente à integralidade do preço de aquisição das ações, ou seja, R$ 390,8 milhões atualizados.

30. Em 05/02/2019, a BNDESPAR comunicou à Energisa, via correspondência eletrônica, a decisão de exercer a Put, solicitando, ainda, a confirmação da forma de pagamento escolhida pela Controladora, tendo recebido resposta, em 06/02/2018, no sentido de que a Energisa pagaria em moeda corrente.

31. Por fim, cabe destacar que o contrato da Put possuía como garantia do cumprimento da obrigação de compra das ações objeto, uma caução de ações ordinárias de emissão da própria Companhia, de propriedade da EEVP, assim como as ações decorrentes de eventuais bonificações, desdobramentos e exercícios de direito de preferência em aumentos de capital, de forma a que esta garantia representasse, a qualquer tempo, no mínimo, 40% do capital votante da Rede.

32. Dessa forma, a BNDESPAR esclarece que, com o objetivo primordial de assegurar a manutenção da garantia supra prestada pela EEVP é que foi Celebrado o Acordo de Acionistas da Companhia, dando à BNDESPAR direito de anuir previamente à transferência, cessão ou qualquer forma de alienação do controle da Companhia por parte da EEVP.

33. Nesse sentido, havia no referido acordo cláusula que protegia a BNDESPAR em face de eventuais alterações do controle societário da companhia investida, podendo a BNDESPAR exigir, nesses casos, a inclusão de sua participação acionária na operação de transferência de titularidade das ações de propriedade do acionista controlador, com o pagamento, pelo adquirente, de um dos seguintes quatro valores definidos no acordo, à livre escolha da BNDESPAR: (i) valor proposto por terceiros para aquisição de ações de propriedade do acionista controlador; (ii) valor patrimonial da ação atualizado monetariamente, a partir da data de integralização pela BNDESPAR até a data do efetivo pagamento, pela variação do IGP-M; (iii) valor correspondente ao preço de emissão das ações, remunerado pela TJLP, acrescido de 4% ao ano, a partir das datas de integralização pela BNDESPAR até a data de seu efetivo pagamento; e (iv) valor correspondente ao preço de emissão das ações, atualizado monetariamente, a partir da data da integralização pela BNDESPAR até a data de seu efetivo pagamento, pela variação do IGP-M, acrescido de juros de 10% ao ano.

34. Constava ainda do Acordo de Acionistas a obrigação de a controladora da Companhia eleger um membro para compor seu

Conselho de Administração a ser indicado pela BNDESPAR, quando solicitado, além da necessidade de anuência prévia por parte da BNDESPAR em relação a uma série de matérias relacionadas, em geral, à manutenção de sua participação acionária na Companhia, cujo descumprimento por parte da controladora também gerava à BNDESPAR a faculdade de exigir a aquisição de toda sua participação social, a um dos seguintes preços, a ser escolhido a seu exclusivo critério: (i) o valor de cotação da ações da Companhia em bolsa de valores; (ii) o valor patrimonial da ação, atualizado monetariamente pelo IGP-M desde a data de encerramento do balanço de referência até a data de seu efetivo pagamento; (iii) o valor correspondente ao preço de emissão das ações, remunerado pela TJLP, acrescido de 6,5% ao ano, a partir da data de integralização pela BNDESPAR até a data de seu efetivo pagamento; e (iv) o valor correspondente ao preço de emissão das ações, atualizado monetariamente, a partir da data de integralização pela BNDESPAR até a data de seu efetivo pagamento, pelo IGP-M acrescido de juros 12% ao ano.

35. O Acordo de Acionistas vigorou, como já mencionamos, enquanto a BNDESPAR manteve-se como acionista da Rede detentora de participação superior a 5% do capital social.

36. A BNDESPAR também destacou que, nos termos da cláusula 6.4 do Acordo de Acionistas, era expressamente reconhecido o seu direito de dispor livremente das ações de emissão da Companhia de sua propriedade, sendo facultado, a qualquer tempo e a seu exclusivo critério, alienar suas ações, total ou parcialmente, não recaindo sobre as ações qualquer direito de preferência ou gravame assemelhado.

37. O primeiro aditivo ao Acordo de Acionistas, celebrado em 09/08/2007, adicionou o direito à BNDESPAR de alienar conjuntamente à controladora da Companhia as ações de sua emissão que detivesse em caso de alienação de controle por meio de operações sucessivas, bem como a previsão para que, em caso de realização de oferta pública de distribuição de ações da Companhia até dia 31/12/2009, as ações detidas pela BNDESPAR fossem ofertadas em tal operação, sendo que tal oferta acabou não ocorrendo.

38. A BNDESPAR relatou que nos anos de 2009 e 2010 alienou uma parcela das ações de emissão da Companhia que detinha, remanescendo, desde 2014, após diluição sofrida no âmbito de relevante aumento de capital da Companhia em que decidiu não participar, com aproximadamente 3,3% do seu capital social total, de modo que o Acordo teria perdido, desde então, sua vigência.

39. Assim, a BNDESPAR destaca que, quando da aquisição, pela Controladora, da participação acionária na Companhia detida pela BNDESPAR, no ano de 2019, já não havia Acordo de Acionistas vigente, mantendo-se tão somente o contrato da Put.

40. Desse modo, a BNDESPAR afirma que o Acordo de Acionistas tinha como finalidade primordial "tutelar os interesses dos acionistas minoritários, não havendo

ingerência na direção dos negócios, nem mesmo a eleição de maioria no Conselho de Administração, vez que à BNDESPAR foi reservado o direito a apenas um assento no referido órgão.".

41. Em resposta a nosso questionamento quanto ao exercício de direitos políticos por parte da BNDESPAR na Companhia, foi encaminhado mapa de votação em assembleias e eleição de seus conselheiros. Nota-se de tais mapas que a última participação da BNDESPAR em assembleia geral da Companhia ocorreu em março de 2014, quando foi dada anuência para alienação do controle acionário das empresas do Grupo Rede para a Energisa.

42. Ademais, a BNDESPAR destaca que desde abril de 2010 não indica seu representante para os conselhos de administração e/ou fiscal da Companhia.

43. Em seguida, a BNDESPAR destaca que, na maior parte do período em que figurou como acionista da Rede (de 1999 até 2017), foi titular de ações preferenciais, portanto, sem direito a voto. Nessa ocasião, vigorava acordo de acionistas que lhe garantia direito de anuência prévia em determinadas matérias que não diziam respeito à direção e gestão cotidiana da Companhia, mas que protegiam sua posição minoritária.

44. Desse modo, a BNDESPAR volta a destacar que o Acordo de Acionistas da Companhia teve como objetivo estabelecer limites ao poder de controle do acionista controlador e assim proteger a sua participação, afirmando que tal Acordo era "instrumento para proteção das demais participações minoritárias na Companhia, tendo em vista que suas normas e definições querem proteger a Companhia de possíveis atos abusivos do controlador.

45. Por fim, a BNDESPAR conclui "que desde o início de sua posição na Companhia e até o momento da alienação total de sua participação acionária a BNDESPAR não atuou como acionista controlador, tampouco como pessoa vinculada ao acionista controlador da Companhia.

(...)

62. Nesse diapasão, destacamos a seguir as principais passagens do Acordo de Acionistas, cuja última versão foi consolidada em 14/11/2008:

> *" 1.1 o ACIONISTA CONTROLADOR, neste ato, assume perante a BNDESPAR a obrigação de manter no seu domínio pleno, e durante todo o prazo em que vigorar este Acordo, ações que representem, a todo tempo, pelo menos 51% (cinquenta e um por cento) do capital social votante da EMPRESA, observado que tais ações deverão ter voto pleno e revestir sempre da forma nominativa. As ações referidas nesta cláusula em nenhuma hipótese poderão ser oneradas ou gravadas a qualquer título.*
>
> *(...)*

1.3 o ACIONISTA CONTROLADOR obriga-se a não transferir, ceder, ou de qualquer forma alienar, direta ou indiretamente, gratuita ou onerosamente, a totalidade ou parte das ações ou direitos de subscrição correspondentes às ações que trata o item 1.1, sem prévia anuência do BNDESPAR.

(...)

1.4 Na hipótese de descumprimento do disposto no item 1.3, a BNDESPAR poderá exigir a inclusão da totalidade de sua participação acionária, detida à época no capital social da EMPRESA, na operação de transferência da titularidade das ações de propriedade do ACIONISTA CONTROLADOR, o qual somente poderá alienar suas ações se o comprador se dispuser a adquirir as ações de propriedade da BNDESPAR. (...)

2.1 O ACIONISTA CONTROLADOR obriga-se, durante a vigência deste Acordo, a exercer o seu direito de voto, de modo a:

a) não deliberar, sem prévia aprovação, por escrito, da BNDESPAR, que deverá manifestar-se no prazo de 30 (trinta) dias, passados dos quais serão consideradas aprovadas, quaisquer das matérias a seguir relacionadas:

I - criação de ações preferenciais ou aumento de classes existentes, sem guardar proporção com as demais espécies e classes, salvo se já previsto ou autorizados pelo estatuto;

II - alteração nas preferenciais, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criaçao de nova classe mais favorecida;

III - redução do dividendo obrigatório;

IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;

V - mudança do objeto da companhia;

VI- cessação do estado de liquidação da companhia;

VII - cisão da companhia;

VIII- dissolução da companhia;

IX - emissão dos seguintes valores mobiliários: debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias;

X - redução do capital social;

XI- grupamento ou desdobramento ("Split") do número de ações de emissão da EMPRESA;

XII - constituição de reservas, fundos ou provisões contábeis com repercussões nos direitos e interesses dos acionistas minoritários;

XIII - aquisição de participações societárias, com o intuito de tomar outras empresas em coligadas, controladas ou subsidiárias integrais da EMPRESA, bem como a constituição de sociedades com essas características, ou ainda, a participação em Grupo de Sociedades. Ficam excluídas dessa restrição as aquisições de empresas pertinentes ao setor concessionário de

energia elétrica (distribuição e/ou geração e/ou transmissão);

XIV - utilização da faculdade estabelecida no parágrafo 4º do artigo 202 da Lei nº 6.404/76, parcialmente alterada pela Lei nº 9.457, de 05.05.97.

b) eleger um membro para compor o Conselho de Adminitração da EMPRESA a ser indicado pela BNDESPAR, quando solicitado.

(...)

Cláusula Quarta – Direito de Alienação Conjunta – Operações Sucessivas

Sem prejuízo do disposto na Cláusula Primeira, caso o controle acionário da EMPRESA seja alienado por meio de operações sucessivas, envolvendo qualquer quantidade de ações (alienação do controle mediante operação sucessivas), a BNDESPAR poderá exigir do ACIONISTA CONTROLADOR o cumprimento do disposto no item 1.4 da Cláusula Primeira, sendo que o preço a ser considerado para fins de aplicação da alínea "a" do item 1.4 será a média dos preços utilizados nas operações sucessivas.

(...)

Cláusula Sétima – Da Vigência

Esse ACORDO vigorará durante o tempo em que a BNDESPAR mantiver a qualidade de acionista da EMPRESA com participação superior a 5% (cinco por cento) do capital social, obrigando os signatários, seus herdeiros e sucessores.

(...)

8.4 O ACIONISTA CONTROLADOR reconhece expressamente o direito de a BNDESPAR dispor livremente das ações de sua propriedade, de emissão da EMPRESA, sendo facultado à BNDESPAR, a qualquer tempo e a seu exclusivo critério, alienar suas ações, total ou parcialmente, não recaindo sobre ações qualquer direito de preferência ou assemelhado."

63. Da leitura das cláusulas supramencionadas, depreende-se que, de fato, o Acordo de Acionistas visava a proteger os interesses da BNDESPAR, na medida em que era necessária sua anuência prévia para temas que poderiam, de forma geral, resultar em diluição de sua participação no capital social da Companhia.

64. Ainda, o Acordo criava salvaguardas para a BNDESPAR em caso de alienação de controle da Companhia, além de assegurar a indicação de um membro para compor o seu Conselho de Administração.

65. Destaque-se que o Acordo contava com regra de vigência enquanto a BNDESPAR mantivesse uma participação representativa de pelo menos 5% do capital social da Companhia e que, não obstante, disporia livremente das ações de emissão da Rede que detinha durante a vigência do Acordo, sem qualquer proibição de alienação de sua participação por qualquer motivo.

66. Há de se ressaltar que o Acordo não contava em seu teor com cláusulas que pudessem indicar um compartilhamento do controle da Companhia, pois não há, por exemplo, questões como necessidade de reuniões prévias por parte de seus signatários para formar consenso sobre temas a serem deliberados em assembleias ou ainda sobre a eleição de seus administradores, sem contar, ademais, que a BNDESPAR era detentora apenas de ações preferenciais durante a vigência do Acordo, o que, por si só, já limitaria bastante sua eventual atuação como controlador da Companhia, como faz crer a Controladora.

67. Assim, em nosso entendimento, o Acordo de Acionistas visava tão somente a proteção dos interesses de acionista minoritário relevante que era a BNDESPAR, permitindo, inclusive, que negociasse suas ações livremente, não podendo ser confundido com um Acordo de Acionistas visando o exercício do poder de controle pelos seus signatários, interpretação esta que inclusive é partilhada pela própria BNDESPAR, como se pode notar de suas considerações, resumidas na seção anterior.

68. Verifica-se, portanto, no que tange à eventual caracterização do BNDESPAR como acionista controlador da Companhia ou sua vinculação com o acionista controlador da Rede, que: (i) o Acordo de Acionistas deixou de ter sua vigência em 2014, cerca de 5 anos antes da aquisição, pela Controladora, de ações que eram de propriedade da BNDESPAR; (ii) a BNDESPAR detinha apenas ações preferenciais enquanto o Acordo esteve em vigor; (iii) apesar de ter o direito de indicar apenas 1 membro para o Conselho de Administração da Companhia, a BNDESPAR não o fez desde 2010; e (iv) não participou de aumentos de capital realizados após 2014.

69. Diante do exposto, parece não restarem dúvidas de que a correta classificação das ações então de propriedade da BNDESPAR sempre foi de "ações em circulação" para fins de aplicação do art. 26 da Instrução CVM 361." (grifos nossos)

26. Conforme se verifica da leitura do disposto acima, reafirmamos que, em nosso entendimento, a correta classificação das ações de titularidade da BNDESPAR na Companhia sempre foi de "ações em circulação", uma vez que tanto durante como após a vigência do Acordo de Acionistas, tais ações não se enquadraram como ações de titularidade do acionista controlador ou pessoas a ele vinculadas, de administradores ou em tesouraria, conforme definição de ações em circulação contida na LSA e na Instrução CVM 361.

27. Ademais, enfatiza-se que, nos termos do Acordo de Acionistas, "*O ACIONISTA CONTROLADOR* [Energisa] *reconhece expressamente o direito de a BNDESPAR dispor livremente das ações de sua propriedade, de emissão da EMPRESA, sendo facultado à BNDESPAR, a qualquer tempo e a seu exclusivo critério, alienar suas ações, total ou parcialmente, não recaindo sobre ações qualquer direito de preferência ou assemelhado*."

28. Dessa forma, a despeito de já termos concluído que a situação momentânea de um subconjunto de ações que impossibilite sua negociação no mercado não interfere na classificação como ação em circulação ou não, verifica-se que o próprio Acordo de Acionistas afastava qualquer hipótese de as ações de titularidade do BNDESPAR não poderem ser consideradas em circulação por eventual impedimento de negociação, uma vez que permitia expressamente a negociação de tais ações.

29. Dito isso, passaremos agora à análise do segundo argumento trazido no Recurso, de que o racional para se considerar "pessoa vinculada" na Decisão teria sido, no entendimento do Recorrente, inovador e contrário ao entendimento do Colegiado. Isso porque, por meio do Relatório, ressaltamos que "*o Acordo não contava em seu teor com cláusulas que pudessem indicar um compartilhamento do controle da Companhia, pois não há, por exemplo, questões como necessidade de reuniões prévias por parte de seus signatários para formar consenso sobre temas a serem deliberados em assembleias ou ainda sobre a eleição de seus administradores, sem contar, ademais, que a BNDESPAR era detentora apenas de ações preferenciais durante a vigência do Acordo, o que, por si só, já limitaria bastante sua eventual atuação como controlador da Companhia, como faz crer a Controladora.*"

30. Sobre essa questão, cabe esclarecer que, por meio da leitura do Acordo de Acionistas, buscamos indícios que pudessem indicar qual seria a correta classificação das ações de titularidade da BNDESPAR no capital da Companhia: se poderia ser considerada como um de seus acionistas controladores, como pessoa vinculada ao controlador, ou, ainda, como titular de ações em circulação, seguindo as definições constantes da LSA e da Instrução CVM 361.

31. Como a Companhia, desde a entrada da BNDESPAR em seu capital social, sempre teve um controlador definido, as únicas hipóteses de as ações detidas por tal acionista não serem classificadas como em circulação seria no caso de a BNDESPAR compartilhar com o controlador o efetivo controle da Companhia ou ser considerada pessoa a ele vinculada. Tal vínculo, por sua vez, como não se tratava de empresas do mesmo grupo econômico, deveria ser identificado pela relação contratual existente, que se dava no âmbito do Acordo de Acionistas. A análise desse Acordo teve então o objetivo de verificar se havia elementos que permitissem concluir que a BNDESPAR atuava exercendo poder de controle sobre a Companhia ou agia representando o mesmo interesse de seu controlador, nos termos da definição de pessoa vinculada constante do inciso VI do art. 3º da Instrução CVM 361, conforme transcrito no parágrafo 22 acima.

32. Como vimos, nenhuma dessas hipóteses puderam ser comprovadas no caso concreto, restando claro, em nosso entendimento, que a relação contratual que havia nos termos do Acordo de Acionistas entre a BNDESPAR e o controlador da Companhia tinha o condão de proteger a BNDESPAR contra determinados atos que, se fossem realizados pelo controlador a seu exclusivo critério, poderiam prejudicar o investimento daquele acionista na Companhia.

33. Ademais, há de se ressaltar que a própria Companhia teria dado a entender, em seu expediente de 25/06/2019 (docto. 0784778), que a BNDESPAR poderia ter atuado como seu controlador ("*A Companhia informa ainda que apresentou aquela acionista como uma das integrantes do grupo dos acionistas controladores em seu primeiro Formulário de Referência, divulgado em 2010).*

34. Portanto, ao citarmos a ausência de cláusulas que pudessem indicar um compartilhamento de controle da Companhia, além de muitas outras questões que verificamos na documentação que compõe o Processo de Reclamação, estávamos buscando analisar todos os argumentos apresentados por todas as partes.

35. Nesse sentido, a ausência de compartilhamento de controle da Companhia foi um dos indícios verificados para se chegar à correta identificação dos fatos, não sendo, de maneira alguma, uma "inovação" desta área técnica para que certo acionista pudesse ser considerado como titular de ações em circulação, apenas um dos indícios utilizados no caso concreto para se verificar as

hipóteses aventadas pela Companhia e pela Recorrente.

36. Sobre esse ponto, ainda, a Recorrente alega que, no Caso Investco (Processo CVM nº RJ-2011-2817), no qual a CVM determinou a realização de OPA por aumento de participação daquela companhia, um acionista teria sido considerado "'*pessoa vinculada*'" *por ser signatário de um Acordo de Acionistas q u e* ***não regulava o compartilhamento do controle*** *da Investco. Pelo contrário, o único direito assegurado pelo acordo era o direito de eleger um membro do conselho de administração da Companhia e não havia nenhum tipo de veto.*" (grifos originais)

37. Da leitura do Relatório do Diretor Relator daquele caso, Henrique Machado, verificamos que o acionista em comento era a EDP Energias do Brasil S.A. ("EDP"), e que, conforme se depreende dos trechos abaixo do Relatório, tal acionista veio a se tornar o acionista controlador da Investco, antes mesmo da realização daquela OPA, em decorrência de operação de permuta realizada com os demais signatários do Acordo de Acionistas, não parecendo se tratar, portanto, de mero signatário de acordo de acionistas que não o vinculava com os demais acionistas do grupo de controle.

> "*29. Em resposta às alegações dos Reclamantes, a EDP informou que: (i) teria adquirido o controle da Investco por meio da Operação de Permuta, de forma que as aquisições de ações preferenciais realizadas antes dessa operação não poderiam ser consideradas como aquisição de ações por acionista controlador e, portanto, não poderiam ensejar a realização de OPA por aumento de participação; (ii) a alienação do controle da Investco para a EDP foi autorizada pela CVM sem quaisquer ressalvas, tendo sido deferido pedido de dispensa de realização de OPA para esses fins nos termos dos ofícios CVM/SRE/GER-1 nº 1736/2008 e 1746/2008 de 9 e 10.10.2008, respectivamente;*"

38. Quanto ao argumento de que a BNDESPAR, ao classificar as ações que detinha da Caiuá Serviços de Eletricidade S.A., antiga denominação social da Rede Energia, entre as rubricas de "coligadas" em suas demonstrações financeiras no ano de 1999 (ano de celebração do Acordo de Acionistas) e no ano de 2000, indicaria que a BNDESPAR considerava que sua participação na Companhia seria de pessoa vinculada ao Controlador, cumpre tecer os seguintes comentários.

39. Ao que nos parece, a classificação da Companhia como Coligada, nos anos de 1999 e 2000, nas demonstrações financeiras da BNDESPAR não traria nenhuma informação quanto à sua vinculação com o controlador da Companhia.

40. O que de fato esta classificação sinaliza é apenas o cumprimento de regra objetiva constante da LSA e que vigorou até a edição da Lei nº 11.941/2009. Àquela época, a LSA dispunha sobre o tema da seguinte forma:

> "*Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.*
>
> *§ 1º São coligadas as sociedades quando uma participa, com 10% (dez por cento) ou mais, do capital da outra, sem controlá-la.*
>
> *(...)* "

41. Como a BNDESPAR era titular, entre 1999 e 2000, de 19,41% do capital social da Companhia por meio de ações preferenciais, a simples classificação de tal participação como coligada, à luz da lei societária vigente à época, não nos

informa nada sobre o grau de vinculação entre a BNDESPAR e os controladores da Companhia.

42. Portanto, entendemos que este argumento não seria um indício relevante para a análise do caso concreto.

43. No que tange ao argumento de que o término do Acordo de Acionista não representou o fim da relação da BNDESPAR com os controladores da Companhia, alega-se que a BNDESPAR mantém relações com a Recorrente, tendo, por exemplo, subscrito debêntures à época da aquisição do controle da Companhia, de modo que tal relação enquadraria a participação adquirida junto à BNDESPAR não como ações em circulação, mas sim como ações de pessoas vinculadas ao controlador.

44. Sobre esse ponto, vale destacar algumas das atividades desenvolvidas pela BNDESPAR constantes de seu Estatuto Social:

> "***I -*** *realizar operações visando à capitalização de empreendimentos, observados os planos e políticas do BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL - BNDES*";
>
> "***II -*** *apoiar o desenvolvimento de infraestrutura e sociedades que reúnam perspectivas de eficiência econômica, tecnológica e de gestão adequadas ao retorno para o investimento, em condições e prazos compatíveis com o risco e a natureza de sua atividade*";
>
> *(...)*
>
> "***IV -*** *contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, por intermédio do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas;*
>
> *(...)*
>
> "***VI –*** *apoiar e estruturar processos de Desestatização de iniciativa da União e de outros Entes da Federação*".

45. Com base em tais atividades, o financiamento à Recorrente por meio da subscrição de debêntures, por exemplo, aparenta-nos fazer parte das atividades rotineiras da BNDESPAR, de modo a cumprir com seu objeto social, não tendo o condão de transformá-la em pessoa vinculada ao acionista controlador em todas as atividades de mercado de capitais que realiza com as mais diversas companhias.

46. Cabe ressaltar, nesse sentido, que a BNDESPAR ingressou no capital social da Companhia em 1999 de modo a incentivar seu processo de desestatização, conforme descrito no Relatório, e posteriormente apoiou a Recorrente na aquisição de seu controle por meio da citada subscrição de debêntures, mas, a nosso ver, atuando em linha com o previsto em seu objeto social e no sentido de proteger o capital investido, mas não atuando no interesse particular dos acionistas controladores.

47. Finalmente, ressalte-se que a BNDESPAR informou, conforme citado no parágrafo 25 do Relatório, que "*também detinha um total de 0,46% do capital social da Energisa. Não obstante, essa posição também não era suficiente para exercer poder diretivo em nenhuma das sociedades.*"

48. Portanto, entendemos que não há elementos que indiquem que durante ou após a vigência do Acordo de Acionistas a BNDESPAR tenha atuado no interesse dos acionistas controladores da Companhia ou possa ser considerada como pessoa vinculada a tais acionistas controladores.

49. A Recorrente argumenta, ao final, que, "*caso se considere que eventual vinculação da BNDESPAR aos controladores teria deixado de existir a partir do momento em que o Acordo deixou de ter eficácia, em 2014 (o que admitimos somente para argumentar), ainda assim isso não significaria que essas Ações deveriam passar a ser consideradas "ações em circulação" de modo que sua aquisição pela Energisa ensejasse uma OPA por aumento. Explica-se: a fórmula de cálculo confirmada pelo Colegiado da CVM em decisão de 27 de dezembro de 2011, no âmbito do Processo Administrativo CVM RJ no 2010/15144 e refletida nos ofícios circulares anuais da SRE, não prevê nenhuma hipótese aumento no número de ações em circulação em virtude de término de vínculo de uma "pessoa não vinculada" com o controlador — se as Ações subscritas pela BNDESPAR enquanto "pessoa vinculada" nunca passaram a integrar o freefloat, também não poderiam ser retiradas de circulação pela Energisa (e mesmo que agora se passasse a se entender de forma oposta, tal interpretação não pode ser aplicada de forma retroativa).*"

50. Sobre esse argumento, cumpre reiterar, primeiramente, nosso entendimento já exposto exaustivamente no presente Memorando, de que os indícios coletados e as manifestações pertinentes das partes envolvidas não nos deixam dúvidas sobre o fato de que a BNDESPAR nunca foi, mesmo durante a vigência do Acordo de Acionistas, pessoa vinculada ao controlador da Companhia.

51. Ademais, ainda que considerássemos possível o argumento da Recorrente, de que a BNDESPAR era pessoa vinculada ao acionista controlador apenas durante a vigência do Acordo de Acionista, fato é que a BNDESPAR era detentora à época de ações preferenciais de emissão da Companhia, de modo que a partir de 2014, com o encerramento do Acordo de Acionistas, a BNDESPAR teria passado a ser então, seguindo a hipótese aventada, detentora de ações preferenciais em circulação.

52. Nesse sentido, quando houve a conversão de ações preferenciais em ações ordinárias de emissão da Companhia, em 2017, teria havido também um acréscimo no número de ações ordinárias em circulação em função da conversão das ações preferenciais detidas pela BNDESPAR, a ser computado pela variável AAC da Fórmula ("***número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de****: aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações em ações, alienação de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria, e* ***conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3)****").*

53. Portanto, ainda que se pudesse concordar com o argumento suscitado pela Recorrente, entendemos que a Fórmula prevê de fato em sua descrição a situação fática ocorrida no presente caso, de modo que as ações detidas pela BNDESPAR foram corretamente por nós consideradas como ações ordinárias em circulação mediante o uso da Fórmula, utilizando-se da variável AAC quando da conversão de ações preferenciais em ordinárias, conforme descrito no parágrafo 87 do Relatório.

54. Dito isso, verifica-se, então, que a discussão a respeito da vinculação ou não da BNDESPAR ao controlador da Companhia durante a vigência do Acordo de Acionistas, ou seja, até 2014, tem efeito prático nulo no presente caso, uma vez que anteriormente à aquisição de ações que ensejou a ultrapassagem do limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, a BNDESPAR deixou de estar vinculada a tal Acordo, sendo, independentemente da discussão em questão, considerada como detentora de ações em circulação.

55. Com base em todo o exposto, ratificamos nosso entendimento constante do Relatório de que os fatos narrados na Reclamação, a despeito das alegações apresentadas no Recurso, ensejam a necessidade de realização de OPA por aumento de participação da Companhia, conforme preceitua o art. 26 da Instrução CVM 361.

V. Conclusão

56. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente recurso ao SGE, acompanhado do Processo SEI nº 19957.005060/2019-66 (no âmbito do qual foi tratada a Reclamação, para fins de acesso a documentos mencionados no presente Memorando), solicitando que o mesmo seja submetido ao Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM 463, com relatoria da GER-1/SRE, sugerindo a manutenção do entendimento desta área técnica de que os fatos narrados na Reclamação, a despeito das alegações apresentadas no Recurso, ensejam a necessidade de realização de OPA por aumento de participação da Companhia, conforme determinado pelo Ofício nº 264/2020/CVM/SRE/GER-1.

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,

LUIS MIGUEL R. SONO
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.
À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral

[1] Art. 4. (...) § 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores

Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.

[2] No âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM 19957,000710/2016-3, que teve por objeto investigar a conduta da controladora que teria deixado de formular a OPA no mesmo Caso Investco, o relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho faz algumas ponderações nesse sentido: *44. Com base nas considerações acima e, **tendo em vista a finalidade da norma**, podemos apreciar o argumento aduzido pela EDP no recurso apresentado ao Colegiado, no sentido de que as ações preferenciais de emissão da Investco jamais teriam tido qualquer perspectiva de liquidez e não teriam sido destinadas a investidores que pretendessem ter em sua carteira ações com liquidez, pelo que n**ão se poderia dizer que quaisquer aquisições realizadas pela EDP impediriam a "liquidez de mercado das ações remanescentes"**. 45. **Se estivéssemos na esfera penal, tal argumento resultaria. à primeira vista, na constatação de um crime impossíuel** pela ineficácia absoluta do meio, afastando a tipicidade da conduta do agente (como posso impedir uma liquidez que nunca existiu?). 46. O Diretor Henrique Machado, ao apreciar o recurso da EDP ao Colegiado, concluiu pela desnecessidade de qualquer juízo de valor sobre a liquidez das ações, pois a verificação da ultrapassagem do limite de 1/3 do free float deve ser feita de modo objetivo. Como mencionei anteriormente, não seria adequado, no presente caso, voltar à análise do processo não sancionador ou discordar do entendimento adotado pelo Colegiado na ocasião. 47. **Creio que o termoo "impedimento" trazido nas referidas normas deve entendido de forma prospectiva, isto é, há impedimento de liquidez se os acionistas remanescentes após a ultrapassagem do limite puderem sofrer prejuízos decorrentes da diminuição do número de ações não detidas pelo controlador ou pessoas a ele vinculadas.** 48. Na hipótese de que as ações em circulação não tenham mudado de mãos após as aquisições realizadas pelo acionista controlador em 2008, ensejando a obrigatoriedade de realização da OPA, pondero que a não adesão dos dois acionistas destinatários da OPA formulada pela Lajeado é um indício de que não sofreram prejuízos, haja vista não terem aproveitado a janela de oportunidade consubstanciada pela oferta, permanecendo com sua posição em ações PNA.* (grifos nossos)

[3] Dados obtidos pelo Histórico de Cotações/Negócios - Maio 2019 da 133. Disponível em: http://bvmf.bmfbovespa.com.br/sig/FormConsultaNegociacoes.asp?strTipoResumo=RES_NEGOCIACO

[4] Entre as matérias sujeitas ao consentimento prévio da BNDESPAR, destacamos as seguintes: (i) criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais, salvo se já previsto ou autorizado pelo estatuto social; (ii) alterações nas preferências, vantagens ou condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais; (iii) redução do dividendo obrigatório; (iv) emissão de debêntures conversíveis, bônus de subscrição e partes beneficiárias; (v) fusão, cisão, incorporação ou dissolução da Companhia; (vi) aquisição de participações societárias com o intuito de tornar outras empresas nas coligadas da Companhia, controladas ou subsidiárias integrais, exceto em caso de aquisição de empresas do setor elétrico; e (vii) direito de alienação Conjunta em operações sucessivas e obrigação de efetuar uma oferta pública de ações de distribuição de ações de emissão da Companhia.

[5] Caiuá Serviços de Eletricidade S.A., antiga denominação social da

Rede Energia, é classificada pela BNDESPAR entre as rubricas de coligadas avaliadas pelo método de equivalência patrimonial para coligadas ao custo de aquisição (Doc. 02 - Demonstrações Contábeis em 31 de dezembro de 2000 e de 1999, pp. 14 e 19).

[6] O referido instrumento era composto de garantia para cumprimento da obrigação de compra das ações objeto das opções de venda: caução de ações ordinárias de emissão da Rede Energia, de propriedade da EEVP, bem como as ações decorrentes de eventuais bonificações, desdobramentos e exercícios de direito de preferência em aumentos de capital, de modo que tal garantia representava, a qualquer tempo, no minimo, 40% do capital votante da Companhia.

[7] Consolidada nos Processos Administrativos RJ-2010/13241, julgado em 14 de julho de 2015, RJ2010/15144, julgado em 27 de dezembro de 2011, RJ2014/3723, julgado em 19 de abril de 2011; e reproduzida Ofício-Circular nº 1/2020-CVM/SRE.

Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer**, **Analista**, em 07/10/2020, às 17:19, 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 07/10/2020, às 17:31, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono**, **Superintendente de Registro**, em 07/10/2020, às 17:34, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Andrea Araujo Alves de Souza**, **Superintendente Geral Substituto**, em 07/10/2020, às 23:14, 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 **1098853** e o código CRC **8C690990**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1098853** and the "Código CRC" **8C690990**.*