



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 81/2018-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 24 de setembro de 2018.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

**Assunto: Assunto: Recurso contra decisão da SRE - OPA por alienação de controle de CPFL Energias Renováveis S.A. - Processo CVM nº 19957.001656/2017-25**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente encaminhado à CVM em 11/09/2018 (documento nº 0596900) por Pátria Energia Renovável - Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura, Pátria Energia - Fundo de Investimento em Participações, GMR Energia S.A., Fundo de Investimentos em Participações Brasil Energia, Arrow Fundo de Investimento em Multimercado Crédito Privado Investimento no Exterior, DEG – Deutsche Investitions - Und Entwicklungsgesellschaft mbH e IFC - International Finance Corporation (“Recorrentes” ou “Reclamantes”), acionistas de CPFL Energias Renováveis S.A. (“Companhia” ou “CPFL Renováveis”), com interposição de recurso contra decisão desta Superintendência (“Recurso”), no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) por alienação indireta de controle de CPFL Renováveis, companhia listada no segmento diferenciado de negociação da B3 denominado Novo Mercado (“Novo Mercado”), atualmente em análise nesta área técnica.
2. A propósito, o Recurso foi interposto contra determinação desta área técnica para que a Demonstração Justificada de Preço (“DJP”) utilizada para estabelecimento do preço por ação objeto da OPA “(...) deve ser [fosse] ajustada de modo a utilizar dados de EBITDA da CPFL Energia S.A. (orçamento 2016-2020) consolidados de acordo com o IFRS (...)”, conforme comunicado aos seus ofertantes em 27/08/2018 por meio do Ofício nº 234/2018/CVM/SRE/GER-1.
3. No entendimento dos Recorrentes, a alteração na DJP solicitada por esta área técnica seria insuficiente para atender à Decisão do Colegiado da CVM de 02/05/2018 (“Decisão”), no âmbito do pedido de registro da OPA da Companhia, que estabeleceu que a “DJP seja [fosse] reapresentada com os seguintes ajustes, a saber: utilização de dados anuais de EBITDA em substituição a trimestrais de modo a evitar distorções decorrentes de efeitos sazonais e incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento”.
4. O Recurso, que foi protocolado tempestivamente, contou ainda com requerimento de efeito suspensivo quanto à concessão do registro da OPA da Companhia, nos termos do inciso V da Deliberação CVM nº 463/03.
5. Em 13/09/2018, a SRE encaminhou o Ofício nº 245/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0598077), comunicando o indeferimento do pleito de efeito suspensivo com base no entendimento de que o mesmo não seria necessário no presente caso, por não haver, a princípio, incompatibilidade cronológica entre a apreciação do recurso ora interposto e a análise do pedido de registro da OPA.
6. Em virtude do indeferimento supramencionado, encaminhamos na mesma data o presente processo ao PTE, por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 71/2018 (documento 0598077), a fim de atender ao disposto no inciso VI da Deliberação CVM 463.
7. Em 14/09/2018, o Presidente da CVM decidiu pelo não provimento do requerimento de efeito suspensivo, mantendo a decisão da SRE nesse tocante (documento 0600454).
8. Naquela mesma data, a SRE encaminhou o Ofício nº 247/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0600846) comunicando os recorrentes sobre a decisão supramencionada.
9. A alienação indireta de controle da Companhia ocorreu como consequência da aquisição, concluída em 23/01/2017, por State Grid Brazil Power Participações S.A. (“Ofertante”, ou “State Grid”), de 556.164.817 ações ordinárias de emissão da CPFL Energia S.A. (“CPFL Energia” e junto com CPFL Renováveis, “Companhias”), controladora indireta da Companhia, representativas de aproximadamente 54,64% de seu capital votante e total, à época de titularidade de Camargo Corrêa S.A., Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ e de Energia São Paulo Fundo de Investimento em Ações, em conjunto com os investidores da Energia SP: Fundação CESP, Fundação Sistel de Seguridade Social, Fundação Petrobras de Seguridade Social – PETROS e Fundação SABESP de Seguridade Social — SABESPREV. O histórico da alienação de controle indireta de CPFL Renováveis encontra-se detalhadamente descrito no item 1.2 da minuta do Edital da OPA

(documento nº 0597144).

10. O capital social da Companhia é representado por 503.351.271 ações ordinárias, das quais 259.748.799 ações (51,60% de seu capital total) são de titularidade de CPFL Geração de Energia S.A., que é integralmente controlada pela CPFL Energia S.A., da qual a Ofertante detém o controle acionário.

11. A OPA é destinada à aquisição de 243.602.472 ações ordinárias (48,40% do capital total) de emissão da Companhia. O Preço da OPA estabelecido pela Ofertante, após o atendimento à determinação da SRE ora recorrida foi de R\$ 14,60 por ação e seu pagamento será à vista em moeda corrente nacional.

12. O valor total da presente OPA, de acordo com o preço estabelecido pelo Ofertante, é de R\$ 3.556.596.091,20, caso todas as ações objeto sejam alienadas, sem considerar a atualização de preço pela taxa SELIC prevista na minuta do Edital da Oferta.

13. A OPA tem como instituições intermediárias o Banco Santander (Brasil) S.A. e o Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S.A.

14. Em atendimento ao disposto no inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, foi protocolada na CVM a Demonstração Justificada de Preço (documento nº 0597144) atribuído às ações de emissão da Companhia no bojo da operação de alienação indireta de seu controle.

15. Na Demonstração Justificada de Preço, encontra-se o preço de R\$ 25,00 efetivamente pago pelas ações de CPFL Energia, nos termos do contrato de compra e venda firmado entre a Ofertante e os antigos controladores na alienação de controle daquela companhia, e o preço de R\$ 14,60 atribuído às ações de CPFL Renováveis após a utilização do critério da média da proporção do EBITDA (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) projetado das duas Companhias segundo os orçamentos 2016-2020, aprovados pelos respectivos conselhos de administração e disponíveis na data do anúncio da alienação indireta de controle.

16. Diante do exposto, o presente Memorando visa submeter à apreciação do Colegiado da CVM o Recurso, com as considerações que julgamos pertinentes a respeito das alegações apresentadas pelos Recorrentes, mantendo, como veremos, o entendimento desta área técnica, consubstanciado por meio do Relatório nº 22/2018-CVM/SRE/GER-1 (documento 0586193), quanto à suficiência dos ajustes determinados por esta área técnica por meio do Ofício nº 234/2018/CVM/SRE/GER-1 de modo a observar plenamente a Decisão.

## **I. Histórico do Processo**

17. Nesta seção, relataremos os acontecimentos envolvendo a OPA da Companhia a partir da Decisão de 02/05/2018, tendo em vista que o histórico do Processo anteriormente àquela data encontra-se detalhadamente descrito nos parágrafos 15 a 45 do Memorando nº 17/2018-CVM/SRE/GER-1 (documento 0467171).

18. Em reunião datada de 02/05/2018, ao apreciar o Recurso, o Colegiado da CVM decidiu nos seguintes termos:

***“RECURSO CONTRA DECISÃO DA SRE - OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A. - STATE GRID BRAZIL POWER PARTICIPAÇÕES S.A. - PROC SEI 19957.001656/2017-25***

*Reg. nº 1000/18*

*Relator: SRE/GER-1*

*O Diretor Gustavo Gonzalez declarou-se impedido, tendo deixado a sala durante o exame do caso.*

*O Colegiado retomou a discussão do assunto iniciada na reunião de 27.03.2018.*

*Trata-se de recurso interposto por State Grid Brazil Power Participações S.A. (“Ofertante” ou “Recorrente”) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações por alienação indireta de controle de CPFL Energias Renováveis S.A. (“Companhia” ou “CPFL-R”).*

*A decisão recorrida, manifestada através do Ofício nº 41/2018/CVM/SRE/GER-1, afirmava que não havia sido possível realizar o teste de consistência do preço calculado por meio da Demonstração Justificada de Preço (“DJP”) – documento apresentado com vistas a justificar o preço atribuído à Companhia na alienação indireta de seu controle – com base no laudo de avaliação (“Laudo de Avaliação”), elaborado pelo Banco Fator S.A., bem como que o preço por ação resultante da Demonstração Justificada de Preço para CPFL Renováveis (R\$ 12,20) não encontrava respaldo em nenhum dos preços encontrados com a aplicação de uma série de critérios objetivos e baseados em dados isentos, existentes à época da alienação de controle da Companhia (“Transação”), e sem qualquer necessidade de alteração que pudesse envolver juízo de valor. Desse modo, a SRE entendeu que o preço que garantiria ao acionista minoritário da Companhia tratamento igualitário àquele dispensado ao antigo controlador no âmbito da alienação de controle em questão seria, no mínimo, igual ao menor dos valores oriundos dos referidos critérios, que, no caso, referia-se aos preços-alvo divulgados em relatórios elaborados por analistas de mercado que avaliaram as duas companhias anteriormente à*

Transação (R\$ 16,69).

Em seu recurso, a Ofertante trouxe os seguintes principais argumentos:

(i) os precedentes da CVM seriam claros no sentido de que, se houver um preço contratualmente estabelecido e uma demonstração justificada de preço, a CVM deveria limitar-se a confirmar a consistência interna do método empregado. Ambos os requisitos teriam sido devidamente preenchidos no caso em questão;

(ii) a SRE teria ignorado o preço contratualmente estabelecido, algo que só poderia ser feito, de acordo com os precedentes da CVM, se houvesse evidências concretas de comportamento fraudulento, o que não seria o caso, ou se o método de avaliação aplicado pela Ofertante fosse exótico ou incomum;

(iii) o método do EBITDA proporcional aplicado pela Ofertante seria um método de avaliação comum e válido que foi usado de forma consistente no cálculo do preço pago pela CPFL-R. Como tal, deve ser respeitado pela SRE;

(iv) a SRE solicitou à Ofertante que apresentasse laudo de avaliação para testar a consistência da DJP. O Laudo de Avaliação corroborou o preço fixado pela Ofertante, mas teria sido rejeitado pela SRE com base em opiniões subjetivas, sem demonstrar falhas técnicas no documento que pudessem justificar sua rejeição;

(v) a SRE teria então iniciado um exercício de avaliação irrestrito, escolhendo seus próprios métodos e pressupostos (que se assemelham a um exercício de tentar alocar o preço justo da CPFL-R – que não seria aplicável a ofertas públicas de aquisição como essa), sem ter demonstrado por que a DJP não seria adequada;

(vi) com esse comportamento, a SRE teria perdido de vista o fato de que o cálculo do preço da CPFL-R deve levar em conta o que a CPFL-R representa, proporcionalmente, no preço real que foi pago pela CPFL Energia S.A. (“CPFL Energia”). Em outras palavras, o cálculo de um preço autônomo, ideal ou justo, conforme a SRE realizou, não teria lugar no caso atual; e

(vii) a posição da SRE criaria instabilidade no mercado, violaria os precedentes relevantes e ignoraria o marco regulatório definido de forma diligente e deliberada pelo Colegiado da CVM ao longo dos anos.

Em sua análise, nos termos do Memorando nº 17/2018-CVM/SRE/GER-1, a SRE ratificou seu entendimento e propôs ao Colegiado a manutenção da determinação constante do Ofício nº 41/2018/CVM/SRE/GER-1, condicionando o registro da Oferta à reapresentação de sua documentação com a elevação do preço da OPA para no mínimo R\$ 16,69 por ação, pelos seguintes motivos:

(i) é papel da CVM na análise dos pedidos de registro das OPA por alienação de controle indireta certificar que a demonstração justificada prevista pelo § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361/2002 foi elaborada de forma razoável, garantindo que o preço atribuído à Companhia indiretamente alienada tem equivalência com o preço praticado no negócio de transferência de controle, seja ela de 80%, como estabelece a Lei nº 6.404/1976, ou de até 100%, como estabelece o Regulamento do Novo Mercado da B3;

(ii) a DJP não se utilizou de metodologia que contemplou diferenças fundamentais entre as Companhias, de modo que o resultado a que se chegou por meio do referido documento para o valor atribuído à CPFL-R no âmbito da alienação de controle de CPFL Energia não observa o requisito de tratamento igualitário previsto na regulamentação aplicável ao presente caso, considerando ainda que tal valor não pôde ser referendado por nenhuma das metodologias aplicadas pela área técnica na realização do teste de consistência;

(iii) o Laudo de Avaliação contém premissas que não são razoáveis, de modo que não foi possível realizar o teste de consistência do preço calculado por meio da DJP com base no referido laudo, ressaltando que essa conclusão foi devidamente embasada e dentro da competência da SRE, uma vez que o Laudo de Avaliação tinha a função de auxiliar a área técnica na realização do supramencionado teste de consistência, mas não se mostrou apto para tal; e

(iv) a área técnica atuou dentro da competência delegada à CVM ao realizar o teste de consistência da DJP, tendo se utilizado de critérios objetivos e baseados em dados isentos, existentes à época da transação e sem qualquer necessidade de alteração que pudesse envolver juízo de valor, portanto suficientes para concluir, dentro de uma razoabilidade, que o preço da OPA deveria ser elevado para no mínimo o menor dentre aqueles encontrados com base em tais critérios, de forma a garantir ao acionista minoritário da Companhia tratamento igualitário àquele dispensado ao antigo controlador no âmbito da alienação de controle em questão.

O Presidente Marcelo Barbosa apresentou manifestação de voto na qual afirmou que a resolução da controvérsia requer o enfrentamento de

*questões complexas a respeito dos limites e possibilidades da atuação da CVM no âmbito do processo de registro de uma OPA por alienação indireta de controle, matéria examinada pelo Colegiado em poucas oportunidades. Além de questões que tocam a qualquer processo de registro de OPA por alienação indireta, há também questões específicas ao caso sob discussão, pertinentes a determinados aspectos da metodologia aplicada na DJP que foram questionados pela área técnica.*

*Primeiramente, observou não ser aceitável que se procure definir o preço da OPA de forma desvinculada do negócio original de compra e venda de controle, de modo que qualquer que seja a forma de demonstração da parcela do preço global de compra atribuída à controlada indireta, é necessário que sua razoabilidade possa ser demonstrável de forma consistente do ponto de vista técnico.*

*Assim, não haveria como se atribuir papel determinante à menção contratual do preço correspondente à CPFL-R. Este seria sem dúvida um elemento a ser considerado pela área técnica em seu trabalho de análise do processo de registro da OPA. Porém, tal análise deveria ser feita em conjunto com a DJP, a qual representa o principal elemento de formação da convicção da área técnica, sendo secundários tanto a menção em instrumento contratual quanto o laudo de avaliação.*

*A esse respeito, não seria a DJP apenas um requisito formal, devendo sua análise ter o grau de profundidade necessário para que a SRE possa decidir se o documento serve como justificativa razoável para o preço que a ofertante pretende apresentar na OPA. Por outro lado, qualquer consideração que vá além da verificação de sua existência e razoabilidade estaria além do escopo da tutela permitida à CVM, não cabendo à Autarquia se substituir ao ofertante na tarefa de determinação do valor, ou mesmo de uma faixa de valor, a ser utilizado na OPA por alienação indireta.*

*Porém, caberia também à Ofertante demonstrar na DJP que o preço oferecido aos minoritários da controlada guarda a devida relação com o valor pago pelas ações de emissão da controladora, assegurando-lhes a igualdade de tratamento legalmente exigida. Nesse tocante, observou o Presidente que a maneira mais objetiva de se realizar tal demonstração - e menos suscetível a contestações - seria através da utilização dos mesmos critérios de avaliação tanto para a controladora quanto para a controlada.*

*Em relação à metodologia utilizada pela Ofertante, entendeu o Presidente serem procedentes as críticas pontuais apresentadas pela SRE, não sendo possível se certificar, com base na DJP e nos termos em que foi apresentada, o atendimento ao requisito de tratamento igualitário exigido no caso em análise. Em termos práticos, opinou que a igualdade de tratamento só poderia ser assegurada no caso concreto se a DJP fosse ajustada a fim de incorporar alguma visão prospectiva da Companhia, podendo a Ofertante, se entendesse oportuno, apresentar novo laudo de avaliação que corroborasse seus ajustes. Ressaltou ainda que uma das maneiras de se desincumbir dos ajustes solicitados seria por meio da utilização de metodologia baseada em cotação das ações em mercado para calcular o preço-alvo da CPFL-R, de modo a refletir o método de avaliação empregado para CPFL Energia.*

*Sobre a função do laudo de avaliação, destacou o Presidente não se tratar de documento meramente informativo, servindo de base para auxiliar a CVM a determinar se o preço da oferta obedece ao disposto no art. 254-A, na hipótese de não ter logrado formar sua convicção apenas com base no exame da DJP. Nessa linha, seria de interesse do ofertante que o laudo a ser entregue à CVM fosse preparado de acordo com as melhores práticas e que sua fundamentação e conclusões se apresentassem de forma clara e em consonância com a boa técnica, já que caso a CVM entenda que o laudo não atende à finalidade para a qual foi solicitado (permitir a realização do teste de consistência), terá maior dificuldade de proceder em relação ao pedido de registro. Não obstante, não poderá a CVM determinar ao avaliador a tomada de nenhuma atitude com que este não esteja confortável, sendo a independência do avaliador regra que deve ser aplicada tanto em relação ao cliente quanto à CVM.*

*Especificamente quanto à análise do laudo feita pela SRE, o Presidente entendeu procedentes as inconsistências apontadas pela área técnica no que toca à forma de utilização dos parâmetros de perpetuidade e das taxas de impostos, bem como à escolha das “empresas comparáveis” feita pelo avaliador.*

*O Presidente resumiu seu entendimento nos seguintes princípios orientadores:*

*(i) o propósito da DJP (e do laudo de avaliação, quando solicitado) é permitir a comprovação de que o preço proposto pela ofertante aos acionistas minoritários da controlada pode ser justificado a partir dos cálculos ali apresentados;*

*(ii) ao analisar a DJP e o laudo de avaliação, a CVM deverá empregar o grau de profundidade que entender necessário para formar sua*

convicção sobre o conteúdo de tais documentos;

(iii) o tratamento igualitário se comprova via de regra e conforme precedente firmado no Caso Arcelor mediante a utilização da mesma metodologia para fins de avaliação da companhia controladora alienada diretamente e da companhia controlada alienada indiretamente. Em não sendo possível tal prática, deverá o ofertante valer-se de metodologia que guarde a necessária correspondência com os critérios utilizados para precificação da companhia controladora de forma a explicitar a igualdade de tratamento prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76;

(iv) o laudo de avaliação previsto no art. 29 § 6º, II da ICVM 361/02 é documento preparado por solicitação da CVM para auxiliar na avaliação da DJP e sua elaboração deve resultar de um trabalho independente e técnico, sendo assegurado ao avaliador o direito de dar seu trabalho por encerrado mediante a entrega, não sendo obrigado a realizar ajustes com os quais não esteja de acordo; e

(v) ao mesmo tempo, a CVM terá plena liberdade para, caso considere que o laudo não atendeu à finalidade para a qual foi requerido, informar ao ofertante a respeito da situação, para que este possa decidir as medidas que pretende tomar com o objetivo de cumprir a exigência consistente na demonstração da forma de cálculo do preço correspondente à alienação indireta de controle.

**Pelo exposto concluiu pelo provimento parcial do recurso de forma a:**

**(i) Reformar a decisão da SRE no que toca à determinação de um patamar de preço mínimo a ser praticado na OPA; e**

**(ii) Manter a determinação da SRE de que a DJP seja reapresentada com os seguintes ajustes, a saber: utilização de dados anuais de EBITDA em substituição a trimestrais de modo a evitar distorções decorrentes de efeitos sazonais e incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento.**

Por fim recomendou que nos casos de pedidos de registro de OPA por alienação de controle concomitantes tanto para a companhia alienada diretamente quanto para aquela cujo controle se transfere indiretamente, o deferimento do registro também ocorresse em conjunto e no mesmo momento. Assim, seria possível evitar situações como a presente, em que apenas uma das etapas foi concluída e o não prosseguimento do rito com a reversão ao status quo anterior, se necessário, mostrar-se-á demasiado gravoso para o mercado e as partes envolvidas.

**Os demais membros do Colegiado acompanharam a manifestação do Presidente.**" (grifo nosso)

19. Em 02/05/2018, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 114/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0506683), comunicando a Decisão supra e solicitando que a DJP fosse reapresentada, até 04/06/2018, incorporando aquilo que havia sido decidido pelo Colegiado da CVM.

20. Em 01/06/2018, a Ofertante protocolou expediente com solicitação de prorrogação do prazo para atendimento ao Ofício nº 114/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0529219).

21. Em 04/06/2018, encaminhamos o Ofício nº 153/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0529637), prorrogando o prazo para atendimento ao Ofício nº 114/2018/CVM/SRE/GER-1 até 18/06/2018.

22. Em 18/06/2018, foi protocolado expediente pela Ofertante (documento nº 0540361), em atendimento ao Ofício nº 114/2018/CVM/SRE/GER-1, incluindo nova versão da DJP (documento nº 0540366), a qual apresentou, no que tange à metodologia aplicada ao cálculo do preço atribuído às ações de emissão da Companhia no âmbito de sua alienação de controle, as seguintes alterações em relação à DJP originalmente apresentada:

(i) utilização dos EBITDA anuais das Companhias em substituição a trimestrais;

(ii) utilização da projeção dos EBITDA **proporcionais ou gerenciais** (não consolidados) de CPFL Energia S.A., conforme o orçamento 2016-2020 aprovado por seu conselho de administração;

(iii) utilização da projeção dos EBITDA **consolidados de acordo com o IFRS** da Companhia, conforme o orçamento 2016-2020 aprovado por seu conselho de administração; e

(iv) utilização da dívida líquida **proporcional ou gerencial** (não consolidada) da CPFL Energia S.A.

23. Em 11/07/2018, Pátria Energia Renovável - Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura, Pátria Energia - Fundo de Investimento em Participações, GMR Energia S.A., Fundo de Investimentos em Participações Brasil Energia, Arrow Fundo de Investimento em Multimercado Crédito Privado Investimento no Exterior, DEG - Deutsche Investitions - Und Entwicklungsgesellschaft mbH e IFC - International Finance Corporation protocolaram expediente na CVM (documento 0555168 do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34, "Reclamação de 11/07/2018"), em face da versão da DJP apresentada pela Ofertante a fim de atender à Decisão do Colegiado da CVM no presente caso.

24. Por meio do referido expediente, os Reclamantes concluíram fazendo as seguintes solicitações a esta área técnica:

*“70. Ante a todo aqui exposto, os signatários respeitosamente solicitam que a CVM:*

*(i) determine que a Ofertante volte a redação da Justificativa de Preço para sua redação original, de modo a que os fatos do passado permaneçam registrados com veracidade, sem adulterações.*

*(ii) determine que a Ofertante elimine os cenários "a", "b" e "c" da Nova Justificativa de Preço, de modo a que as análises financeiras atendam corretamente as determinações do Colegiado de CVM.*

*(iii) determine que a Ofertante elimine o cenário "e" da Nova Justificativa de Preço, uma vez que ele reflete apenas a visão do controlador da Companhia, dado que não há projeção de 10 anos aprovada pelo Conselho de Administração da Companhia e a projeção realizada exclusivamente pela CPFL Energia não foi analisada pelo Conselho de Administração da CPFL Renováveis.*

*(iv) Determine que a Ofertante revise e corrija os cálculos relativos ao cenário "d" para (a) a adoção da metodologia de consolidação utilizada na Justificativa de Preço Original e recomendada pelo IFRS e descritos na seção "II.C. Inconsistências do Cenário "d" desta Manifestação; (b) a inclusão dos outros elementos prospectivos delineados na decisão do Colegiado, e descritos na seção "II.D. Atendimento Incompleto à Determinação do Colegiado" desta Manifestação, e que foram ignorados pela Ofertante; e (c) quaisquer outros ajustes que esta SRE venha a julgar necessários para garantir o tratamento igualitário aos minoritários da Companhia.*

*Finalmente, tendo em vista que (i) a despeito das determinações do Colegiado, a Ofertante novamente apresentou justificativa de preço incompleta e tendenciosa, ignorando as diretrizes fixadas tanto pela SRE quanto pelo Colegiado quanto à necessidade de ajustar os cálculos para levar em consideração as inúmeras diferenças entre as companhias; e (ii) o atraso no processo, decorrente da evidente resistência da Ofertante de atender tais determinações vem causando prejuízos gravíssimos aos Requerentes e demais minoritários da Companhia, os Requerentes respeitosamente solicitam, alternativamente aos pedidos 70 (iv), que esta SRE determine a aplicação do tratamento igualitário ao preço da OPA, nos termos do Item 70 da decisão do Colegiado, ou seja, mediante "utilização de metodologia baseada em cotação de ações em mercado para calcular o preço-alvo da CPFL-R, de modo a refletir o método de avaliação empregado em CPFL Energia", acrescido do mesmo prêmio utilizado para a CPFL Energia.*

*Conforme foi amplamente tratado ao longo deste processo, este critério seria o mais apropriado para assegurar o tratamento igualitário aos acionistas da CPFL Renováveis, dado que (i) foi o critério adotado pela Ofertante na definição do preço da CPFL Energia; (ii) ficou provado no processo que o valor de mercado da CPFL Renováveis apresenta uma boa expressão de valor da Companhia e guardava uma relação consistente com o valor de mercado da CPFL Energia de aproximadamente 1/3 (um terço) ao longo de vários anos anteriores à compra pela Ofertante das ações da CPFL Energia; e (iii) a baixa liquidez das ações da CPFL Renováveis não invalida a sua utilização, dado que foi objeto de relevantes negociações no passado (IPO, incorporação da Dobrevê Energia com pagamento em ações, demais transações em mercado). Conforme apurado pela SRE, esta metodologia resulta em um preço por ação de R\$ 16,74 (com média de 60 pregões anteriores à transação) a R\$ 18,80 (com média de 12 meses anteriores à transação).”*

25. Em 12/07/2018, encaminhamos o Ofício nº 185/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0556109 do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34) à Ofertante, à Companhia e à CPFL Energia S.A., solicitando que se manifestassem até 26/07/2018, naquilo que coubesse, sobre a Reclamação de 11/07/2018.

26. Em 16/07/2018, a Ofertante protocolou expediente na CVM (documento 0558406 do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34), manifestando-se com relação aos argumentos apresentados pelos Reclamantes por meio da Reclamação de 11/07/2018.

27. Em 18/07/2018, após considerar o conteúdo da Reclamação de 11/07/2018 e os argumentos apresentados em face desta pela Ofertante, encaminhamos o Ofício nº 195/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0559796) à State Grid, comunicando exigências a serem atendidas com relação à versão da DJP apresentada em função da Decisão do Colegiado da CVM no presente caso, nos seguintes termos:

*“2.2. Demonstração Justificada de Preço (“DJP”):*

*2.2.1. A princípio, entendemos que a DJP deveria ter conteúdo objetivo, claro e suficiente, a fim de explicitar aos acionistas objeto da OPA o valor atribuído às ações da Companhia no âmbito da alienação de controle de sua controladora, não cabendo a inserção de cenários diversos de cálculo de preço da Companhia que não constavam da DJP apresentada originalmente e que não estão efetivamente sendo utilizados para fins de apuração do preço da OPA.*

*Ademais, a utilização desses cenários diversos, a nosso ver, pode trazer uma visão enviesada sobre o preço da OPA, contendo posicionamento*

da Ofertante sobre o que entende ser o preço adequado a ser aplicado na Oferta, em contraposição àquele que por fim acabou sendo utilizado em observância à Decisão do Colegiado da CVM, o que, em nosso entendimento, poderia interferir na tomada de decisão refletida e independente, no âmbito da OPA, por parte de seus acionistas objeto, princípios básicos que devem ser observados segundo a Instrução CVM nº 361/02, nos termos do inciso II de seu art. 4º.

Com base no acima exposto, solicitamos excluir os cenários de cálculo de preço apresentados na atual DJP que não constavam da DJP original ou que não estejam sendo efetivamente utilizados para o cálculo do preço da OPA (mais especificamente os cenários “a”, “b”, “c” e “f” do item 6).

Ainda nesse sentido, solicitamos elidir da DJP qualquer posicionamento da Ofertante que possa ser direta ou indiretamente contrário ao método utilizado com vistas a cumprir com a determinação do Colegiado da CVM, como aqueles contidos nos parágrafos 4º, 5º, 7º, 8º e 9º.

Por fim, como os referidos cenários que deverão ser excluídos da DJP, bem como os posicionamentos da Ofertante contrários ao método utilizado com vistas a cumprir com a determinação do Colegiado da CVM, permanecerão compondo os autos do Processo, entendemos não haver qualquer prejuízo para a Ofertante nas determinações constantes da presente exigência.

2.2.2. Depreende-se da redação da DJP original que o preço de compra das ações de CPFL Energia S.A., no âmbito de sua alienação de controle, foi negociado entre partes independentes, “e levando em consideração que as ações da CPFL Energia são negociadas no Novo Mercado da BM&FBovespa e na Bolsa de Valores de Nova York”, sendo salientado ainda que “o preço das ações da CPFL Energia S.A. no mercado poderia ser considerado como uma referência válida para avaliar o valor da CPFL Energia”, enquanto que o “múltiplo implícito Valor da Firma (“Enterprise Value” ou “EV”) / EBITDA” teria sido utilizado “para verificar a consistência do Preço Negociado”.

Já no âmbito da DJP apresentada em função da Decisão do Colegiado da CVM, as redações acima mencionadas foram alteradas, tendo sido esclarecido pela Ofertante que “durante o processo de negociação com a Camargo Correa, ambos os métodos (valor de mercado e EV/EBITDA UDM) foram igualmente levados em consideração, como parte de sua avaliação ao longo das negociações. Portanto, não se pode considerar que um método deve preponderar sobre o outro.”

Dito isso, solicitamos justificar como pode ter sido atribuído ao método do “EV/EBITDA UDM” o mesmo grau de importância atribuído ao valor de mercado das ações de CPFL Energia S.A., considerando a afirmação constante da DJP original de que o método do “EV/EBITDA UDM” teria sido utilizado apenas para fins de verificação da consistência do preço negociado no âmbito da alienação de controle da tal companhia, enquanto que a atribuição do referido preço teria se dado levando-se em consideração a liquidez e o preço das ações no mercado;

2.2.3 Justificar, em termos de coerência metodológica, a utilização dos EBITDA da CPFL Energia S.A. (orçamento 2016-2020) **proporcionais ou gerenciais** e a utilização dos dados de EBITDA da Companhia (orçamento 2016-2020) **consolidados de acordo com o IFRS**, conforme feito no cálculo do preço da OPA realizado no item (d) do parágrafo 6º da DJP.

Ademais, solicitamos apresentar à CVM o cálculo em questão consolidando os dados de EBITDA da CPFL Energia S.A. (orçamento 2016-2020) de acordo com o IFRS, acompanhado de planilha com memória detalhada do referido cálculo;

2.2.4 Justificar a afirmação constante do expediente protocolado na CVM em 16/07/2018, no âmbito do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34, de que “as projeções gerenciais eram as únicas projeções imparciais e confiáveis, à época da Transação, que poderiam ser utilizadas pela Ofertante para incorporar uma visão prospectiva de ambas as Companhias, em atendimento às determinações contidas na decisão do Colegiado dessa D. Autarquia”, considerando que o orçamento aprovado pela CPFL Energia S.A. teve como base planilha (que inclusive foi encaminhada à CVM no curso da análise do presente caso) que discrimina o valor prospectivo dos EBITDA (2016-2020) de cada uma de suas subsidiárias, permitindo, a partir dessas informações e do percentual de participação em cada uma das citadas subsidiárias, se obter o valor do EBITDA de CPFL Energia S.A. consolidado de acordo com o IFRS de maneira, a princípio, imparcial.

Ademais, solicitamos considerar na justificativa apresentada em atendimento à presente exigência: (i) o fato de o Laudo de Avaliação, apresentado para o caso em tela, ter se utilizado dos dados consolidados de acordo com o IFRS, obtidos a partir dos orçamentos aprovados pela Companhia e pela CPFL Energia S.A.; e (ii) o fato de a própria Ofertante, em atendimento ao Ofício nº 114/2018/CVM/SRE/GER-1, ter encaminhado documento assinado por administrador da CPFL Energia

S.A. contendo os dados do EBITDA daquela companhia, provenientes do orçamento (2016-2020), consolidados de acordo com o IFRS;

2.2.5 Considerando que a DJP original se utilizava de dados de EBITDA consolidados de acordo com o IFRS e a decisão do Colegiado da CVM determinou que a referida DJP “seja reapresentada com os seguintes ajustes, a saber: utilização de dados anuais de EBITDA em substituição a trimestrais de modo a evitar distorções decorrentes de efeitos sazonais e incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento”, solicitamos justificar a não utilização de dados de acordo com os princípios do IFRS, uma vez que alterações sobre o padrão de contabilização dos dados não foram previstas em tal decisão;

2.2.6. Encaminhar à CVM os dados de EBITDA dos anos de 2011 a 2015 da CPFL Energia S.A. calculados de forma proporcional/gerencial.”

28. Em 25/07/2018, os Reclamantes, após terem acesso à manifestação da Ofertante sobre a Reclamação de 11/07/2018, protocolaram novo expediente na CVM (documento 0563989 do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34, “Reclamação de 25/07/2018”), apresentando considerações adicionais sobre a DJP, bem como reiterando pedidos realizados por meio da Reclamação de 11/07/2018.

29. Em 26/07/2018, encaminhamos o Ofício nº 206/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0564076 do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34), à Ofertante, à Companhia e à CPFL Energia S.A., solicitando que se manifestassem até 02/08/2018, naquilo que coubesse, sobre a Reclamação de 25/07/2018.

30. Em 27/07/2018, a Ofertante protocolou expediente na CVM (documentos 0566137 e 0566139), em atendimento ao Ofício nº 195/2018/CVM/SRE/GER-1, apresentando respostas às exigências comunicadas por esta área técnica naquele Ofício. Especialmente com relação às exigências relacionadas à DJP, foram apresentados os seguintes esclarecimentos:

**“(a) Demonstração Justificada de Preço (“DJP”)**

8. **Exigência 2.2.1.** Por meio do Ofício, a SRE determinou a exclusão (i) dos “cenários de cálculo de preço apresentados na atual DJP que não constavam da DJP original ou que não estejam sendo efetivamente utilizados para o cálculo do preço da OPA (mais especificamente os cenários “a”, “b”, “c” e “f” do item 6); e (ii) de “qualquer posicionamento da Ofertante que possa ser direta ou indiretamente contrário ao método utilizado com vistas a cumprir com a determinação do Colegiado da CVM, como aqueles contidos nos parágrafos 4º, 5º, 7º, 8º e 9º.”

9. A Ofertante verdadeiramente acredita que os diversos cenários apresentados na última versão de sua DJP (cenários “a”, “b”, “c” e “e”) contribuem para maior transparência e poderiam auxiliar os acionistas minoritários e essa D. Comissão na análise do preço da Oferta, na medida em que trazem diferentes parâmetros para alocação do preço por ação da CPFL Renováveis e, nesse sentido, seriam úteis para uma decisão informada sobre o preço da Oferta. O preço proposto para a Oferta corresponde ao cenário “d”, que determinou o maior valor para as ações da CPFL Renováveis.

10. Vale destacar que os cenários “a”, “b” e “c” demonstraram que os dados prospectivos financeiros efetivos da CPFL Energia S.A. (“CPFL Energia” e, juntamente com a CPFL Renováveis, “Companhias”) e da CPFL Renováveis determinariam um preço alocado para a CPFL Renováveis menor do que o preço justificado atualizado ou até do que o preço justificado original, conforme demonstrado no Anexo 2.2.1. Como é necessário incorporar a visão prospectiva das Companhias, conforme determinado pela decisão do Colegiado, tais fatos não devem ser desconsiderados.

11. A própria SRE apresentou no Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1 diversos cenários para realização do “Teste de Consistência da Demonstração Justificada de Preço”, o que demonstra a importância da apresentação de diversos cenários ilustrativos para permitir uma análise completa da adequação e razoabilidade do preço proposto.

12. De toda forma, como demonstração de boa-fé e boa vontade para permitir a conclusão desse Processo, a Ofertante aceita a determinação da SRE e ora reapresenta nova versão da DJP (i) com a exclusão dos cenários “a”, “b”, “c” e “e”, que não foram utilizados para o cálculo do preço da Oferta, e (ii) sem a inclusão de qualquer posicionamento da Ofertante que possa ser direta ou indiretamente contrário ao método utilizado.

13. **Exigência 2.2.2.** Por meio do Ofício, a SRE determinou que a State Grid Brasil justifique “como pode ter sido atribuído ao método do ‘EV/EBITDA UDM’ o mesmo grau de importância atribuído ao valor de mercado das ações de CPFL Energia S.A., considerando a afirmação constante da DJP original de que o método do ‘EV/EBITDA UDM’ teria sido utilizado apenas para fins de verificação da consistência do preço negociado no âmbito da alienação de controle da tal companhia, enquanto que a atribuição do referido preço teria se dado levando-se em consideração a liquidez e o preço das ações no mercado”.

14. Conforme mencionado na resposta à última manifestação dos



Reclamantes, a Ofertante realizou um aperfeiçoamento da redação da demonstração justificada de preço original, com o único objetivo de refletir a verdadeira relevância dos métodos de valor de mercado e EBITDA proporcional na determinação do preço de aquisição da CPFL Energia, a fim de evitar equívocos e interpretações incorretas.

15. A verdade é que a aquisição do controle da CPFL Energia decorreu de uma negociação privada entre partes independentes, durante a qual nenhuma metodologia de avaliação foi efetivamente discutida com os vendedores, tendo a Ofertante utilizado diversos métodos para subsidiar a negociação do preço de aquisição da CPFL Energia, não conferindo qualquer preponderância entre eles, o que é natural nesse tipo de operação entre partes independentes e qualificadas.

16. Embora as ações da CPFL Energia tenham apresentado liquidez relevante e portanto seu preço pudesse ser considerado um método válido para avaliar o valor da CPFL Energia, a verificação do preço negociado para a Transação somente (ou predominantemente) com base no preço de mercado das ações seria praticamente impossível, sem a utilização conjunta de outros métodos de avaliação. Com efeito, a determinação do que poderia ser um prêmio “razoável” sobre o preço de mercado das ações de uma companhia de energia, como a CPFL Energia, é sempre muito subjetiva, e não necessariamente se baseia nos seus fundamentos econômicos particulares. Por isso, o preço de mercado das ações não constitui ferramenta de avaliação precisa e amplamente utilizada.

17. Além disso, os preços de mercado das ações no Brasil são extremamente voláteis em razão, dentre outros motivos, das condições macroeconômicas brasileiras e de rumores de mercado, que, frequentemente, resultam em descolamento do preço de mercado das ações em relação ao valor econômico intrínseco das companhias. De fato, qualquer tentativa de medir “prêmios” atribuídos a preço de mercado das ações no Brasil poderia levar a resultados bem diferentes, a depender da volatilidade do período examinado, bem como do período escolhido para avaliar o preço de mercado das ações (por exemplo, o preço de mercado da véspera do anúncio do negócio, a média diária da cotação das ações em período de 30 a 180 dias anterior ao anúncio da transação ao mercado, a utilização ou não de médias ponderadas por volume, etc.).

Em contrapartida, a utilização de múltiplos EV/EBITDA constitui métrica simples, objetiva e amplamente utilizada para permitir a comparação entre diferentes transações (e, portanto, para “verificar” o preço adotado). Nesse sentido, a aplicação do múltiplo EV/EBITDA é quase indispensável e se adequa completamente ao presente caso, sendo que a importância desse método é autoexplicativa.

18. Assim, a Ofertante escolheu adotar o EBITDA proporcional no âmbito da Oferta, uma vez que este método (i) já havia sido aplicado anteriormente em ofertas semelhantes; (ii) guardava relação com os métodos considerados pela Ofertante na negociação; e (iii) se mostrava adequado para o presente caso. Além disso, a utilização do valor de mercado se mostrava manifestamente inadequada para precificar a CPFL Renováveis, dado o volume irrisório diário médio de negociação (liquidez) das ações da CPFL Renováveis nos últimos doze meses antes do anúncio da Transação (1º de julho de 2016), que representava apenas 0,09% da liquidez da CPFL Energia verificada no mesmo período (ou 0,0006% do total das ações da CPFL Renováveis). Como já destacado nas manifestações anteriores da Ofertante, 99% do volume de negociação nos últimos 60 dias de negociação anteriores ao anúncio da Transação decorreu de negociações no mercado entre diferentes entidades controladas por um acionista em particular da CPFL Renováveis, o que torna o preço de mercado da CPFL Renováveis um parâmetro especialmente não confiável de seu valor.

19. Vale lembrar que o EBITDA proporcional é um método usual para avaliação do valor intrínseco de companhias integrantes de grupos econômicos e, desse modo, não pode ser confundido com qualquer método exótico, devendo, portanto, ser reconhecido pela SRE, conforme orientação contida na decisão do Colegiado da CVM no Processo CVM RJ 2017/1996, o que também é consistente com as regras e princípios estabelecidos pelos precedentes da CVM.

20. Nesse cenário, é necessário reafirmar e enfatizar a realidade dos fatos e a verdadeira relevância dos métodos de valor de mercado e EBITDA proporcional para a determinação do preço de aquisição da CPFL Energia, a fim de evitar quaisquer interpretações incorretas.

21. Por fim, a Ofertante gostaria de enfatizar que as determinações da decisão do Colegiado foram plenamente atendidas na aplicação do método de EBITDA proporcional, sendo, portanto, o preço plenamente “justificado”.

22. **Exigência 2.2.3.** Por meio do Ofício, a SRE determinou que a State Grid Brazil apresente (i) justificativa, em termos de coerência metodológica, para a “utilização dos dados de EBITDA da CPFL Energia

S.A. (orçamento 2016-2020) proporcionais ou gerenciais e a utilização dos dados de EBITDA da Companhia (orçamento 2016-2020) consolidados de acordo com o IFRS, conforme feito no cálculo do preço da OPA realizado no item (d) do parágrafo 6º da DJP”; e (ii) o mesmo cálculo “consolidando os dados de EBITDA da CPFL Energia S.A. (orçamento 2016-2020) de acordo com o IFRS, acompanhado de planilha com memória detalhada do referido cálculo.”

23. A principal distinção entre as projeções elaboradas e aprovadas pelas Companhias está na consolidação dos EBITDAs das sociedades em que detêm participação societária, controladas ou não (“Subsidiárias”). Ou seja, enquanto nas projeções da CPFL Renováveis os EBITDAs das sociedades controladas foram consolidados de forma integral de acordo com o IFRS, nas projeções gerenciais elaboradas pela CPFL Energia, a mesma consolidou os EBITDAs das suas Subsidiárias de forma proporcional.

24. A esse respeito, a Ofertante entende que a consolidação proporcional, pela CPFL Energia, dos EBITDAs das suas Subsidiárias constitui método adequado e amplamente utilizado por diversas companhias em situação semelhante e, portanto, foi adotado pela Ofertante para fins da Oferta porque essa metodologia foi a mesma utilizada pelo Conselho de Administração da CPFL Energia em suas atividades regulares para avaliar a sua situação financeira e perspectiva do negócio. Portanto, a Ofertante considerou que o Conselho de Administração da CPFL Energia, na qualidade de órgão de governança mais importante e responsável por definir a estratégia da CPFL Energia, possui capacidade e independência de escolher o método que julgava mais adequado, entre os princípios de IFRS e a consolidação proporcional.

25. Como destacado pela administração da CPFL Energia, embora seja trivial substituir a consolidação gerencial pelos princípios do IFRS (e vice-versa), o Conselho de Administração da CPFL Energia apenas avaliou e aprovou projeções que apresentavam consolidação proporcional de EBITDA das Subsidiárias. Além disso, a Ofertante acredita que o Conselho de Administração da CPFL Energia estava totalmente ciente (como em qualquer companhia aberta brasileira relevante) de que o IFRS era o princípio contábil padrão adotado pela CPFL Energia e, mesmo assim, tal fato não impediu a escolha da consolidação proporcional nas projeções financeiras relacionadas com seu orçamento regular e exercícios de planejamento estratégico.

26. Por outro lado, a adoção da consolidação integral do EBITDA das Subsidiárias nas projeções da CPFL Renováveis, de acordo com os princípios do IFRS, não apresentava uma variação relevante em relação à metodologia gerencial adotada pela CPFL Energia, uma vez que a CPFL Renováveis detém praticamente 100% (cem por cento) de todas as suas Subsidiárias. Ao contrário da CPFL Energia, a CPFL Renováveis não divulgava informações financeiras consolidadas de forma proporcional, nem utilizava tal critério de consolidação nas projeções orçamentárias aprovadas por seu Conselho de Administração. Portanto, a Ofertante acredita que não há qualquer prejuízo no cálculo da proporção do EBITDA utilizando (i) a consolidação integral para a CPFL Renováveis; e (ii) consolidação proporcional para a CPFL Energia.

27. Nesse cenário, com o objetivo de (i) ser fiel às projeções orçamentárias aprovadas pelo Conselho de Administração da CPFL Energia e CPFL Renováveis; e (ii) evitar qualquer ajuste nas mesmas, a Ofertante optou por utilizar (a) as projeções da CPFL Renováveis, que adotam os padrões do IFRS para consolidação do EBITDA das suas Subsidiárias; e (b) as projeções gerenciais da CPFL Energia, que consolidam o EBITDA das suas Subsidiárias de forma proporcional, não havendo nenhuma incoerência nessa utilização.

28. Para fins ilustrativos, se na avaliação da CPFL Renováveis a Ofertante tivesse consolidado o EBITDA das Subsidiárias de forma proporcional (mantendo o mesmo método para a CPFL Energia), o resultado do cálculo do preço seria semelhante ao valor proposto para a Oferta:

Projeções de EBITDA segundo critério pro-forma

Ano	EBITDA da CPFL Energia	EBITDA da CPFL Renováveis	Proporção
2016	3.805,0	1.108,7	29,1%
2017	4.277,7	1.419,3	33,2%
2018	4.638,1	1.496,3	32,3%
2019	5.076,2	1.575,7	31,0%
2020	5.388,0	1.668,9	31,0%
<b>Média</b>	<b>4.637,0</b>	<b>1.453,8</b>	<b>31,4%</b>

Fonte: Projeções aprovadas pelo Conselho de Administração da CPFL Energia e da CPFL Renováveis. Para este exercício de cálculo, a área financeira da CPFL Energia ajustou e disponibilizou as projeções da CPFL Renováveis segundo o critério proporcional, à pedido do Ofertante

**Ajuste da dívida líquida da CPFL Renováveis (subsidiárias não controladas integralmente)**

Subsidiária	Dívida líquida total	Participação de minoritários	Dívida líquida proporcional
SPE Costa Branca - EOL Macacos I	58,6	5,0%	2,9
SPE Juremas - EOL Macacos I	42,4	5,0%	2,1
SPE Macacos - EOL Macacos I	54,6	5,0%	2,7
SPE Pedra Preta - EOL Macacos I	55,2	5,0%	2,8
PCH Ludesa	(16,6)	40,0%	(6,6)
SPE Baixa Verde - EOL Macacos II	(0,0)	5,0%	(0,0)
SPE Cajueiro - EOL Macacos II	(0,3)	5,0%	(0,0)
SPE Costa das Dunas - EOL Macacos II	(0,3)	10,0%	(0,0)
SPE Farol de Touros - EOL Macacos II	(0,1)	10,0%	(0,0)
SPE Navegantes - EOL Macacos II	(57,1)	5,0%	(0,0)
<b>Total</b>	<b>136,3</b>		<b>3,8</b>

Fonte: CPFL Energia, à pedido do Ofertante.

Dívida líquida pro-forma da CPFL Renováveis	R\$ milhões
Dívida líquida CPFL Renováveis (IFRS)	4.918,3
(-) Dívida líquida proporcional de minoritários	(3,8)
<b>Dívida líquida CPFL Renováveis (pro-forma)</b>	<b>4.914,5</b>

Cálculo de preço por ação da CPFL Renováveis	Em milhões de reais
(A) Média do EBITDA da CPFL Energia	4.637,0
(B) Média do EBITDA da CPFL Renováveis	1.453,8
<b>(B / A) Proporção do EBITDA</b>	<b>31,4%</b>
(C) = (D + E + F) Enterprise Value da CPFL Energia	37.762,2
(D) Equity Value da CPFL Energia (ao preço de R\$ 25,00 por ação)	25.447,9
(E) Dívida líquida da CPFL Energia em 31 de Março de 2016 (pro-forma)	12.241,1
(F) Minoritários da CPFL Energia em 31 de Março de 2016 (pro-forma)	73,2
<b>Enterprise Value da CPFL Renováveis (B / A) * (C)</b>	<b>11.839,0</b>
(G) Dívida líquida da CPFL Renováveis em 31 de Março de 2016 (pro-forma)	4.914,5
(H) Minoritários da CPFL Renováveis em 31 de Março de 2016 (pro-forma)	0,0
<b>Equity Value implícito da CPFL Renováveis (B / A) * (C) - (G) - (H)</b>	<b>6.924,5</b>
(I) Número de ações (em milhões)	503,3
<b>Preço por ação implícito da CPFL Renováveis ((B / A) * (C) - (G) - (H)) / (I)</b>	<b>13,76</b>

29. Por outro lado, se na avaliação da CPFL Energia a Ofertante tivesse consolidado integralmente o EBITDA das suas Subsidiárias (mantendo o mesmo método para a CPFL Renováveis), o resultado do cálculo seria:

Ano	EBITDA da CPFL Energia	EBITDA da CPFL Renováveis	Proporção
2016	4.054,2	1.126,2	27,8%
2017	4.693,0	1.438,0	30,6%
2018	5.100,9	1.515,1	29,7%
2019	5.582,6	1.595,4	28,6%
2020	5.964,3	1.689,5	28,3%
<b>Média</b>	<b>5.079,0</b>	<b>1.472,9</b>	<b>29,0%</b>

Cálculo de preço por ação da CPFL Renováveis	Em milhões de reais
(A) Média do EBITDA da CPFL Energia	5.079,0
(B) Média do EBITDA da CPFL Renováveis	1.472,9
<b>(B / A) Proporção do EBITDA</b>	<b>29,0%</b>
(C) = (D + E + F) Enterprise Value da CPFL Energia	42.737,0
(D) Equity Value da CPFL Energia (ao preço de R\$ 25,00 por ação)	25.447,9
(E) Dívida líquida da CPFL Energia em 31 de Março de 2016	14.035,9
(F) Minoritários da CPFL Energia ao valor de mercado em 31 de Março de 2016	3.253,3
<b>Enterprise Value da CPFL Renováveis (B / A) * (C)</b>	<b>12.393,3</b>
(G) Dívida líquida da CPFL Renováveis em 31 de Março de 2016	4.918,3
(H) Minoritários da CPFL Renováveis em 31 de Março de 2016	126,3
<b>Equity Value implícito da CPFL Renováveis (B / A) * (C) - (G) - (H)</b>	<b>7.348,7</b>
(I) Número de ações (em milhões)	503,3
<b>Preço por ação implícito da CPFL Renováveis ((B / A) * (C) - (G) - (H)) / (I)</b>	<b>14,60</b>

30. Em atendimento à determinação da SRE, a Ofertante apresenta planilha com a memória dos cálculos apresentados no item 29 acima

("Anexo 2.2.3").

31. **Exigência 2.2.4.** Por meio do Ofício, a SRE determinou que a State Grid Brazil justificasse a afirmação de que as "projeções gerenciais eram as únicas projeções imparciais e confiáveis, à época da Transação, que poderiam ser utilizadas pela Ofertante para incorporar uma visão prospectiva de ambas as Companhias, em atendimento às determinações contidas na decisão do Colegiado dessa D. Autarquia, considerando que o orçamento aprovado pela CPFL Energia S.A. teve como base planilha (que inclusive foi encaminhada à CVM no curso da análise do presente caso) que discrimina o valor prospectivo dos EBITDA (2016-2020) de cada uma de suas subsidiárias, permitindo, a partir dessas informações e do percentual de participação em cada uma das citadas subsidiárias, se obter o valor do EBITDA de CPFL Energia S.A. consolidado de acordo com o IFRS de maneira, a princípio, imparcial."

32. Adicionalmente, a SRE solicitou que a Ofertante considerasse na sua justificativa (i) "o fato de o Laudo de Avaliação, apresentado para o caso em tela, ter se utilizado dos dados consolidados de acordo com o IFRS, obtidos a partir dos orçamentos aprovados pela Companhia e pela CPFL Energia S.A.; e (ii) o fato de a própria Ofertante, em atendimento ao Ofício nº 114/2018/CVM/SRE/GER-1, ter encaminhado documento assinado por administrador da CPFL Energia S.A. contendo os dados do EBITDA daquela companhia, provenientes do orçamento (2016-2020), consolidados de acordo com o IFRS."

33. Sobre o tema, a Ofertante reconhece que teve acesso ao EBITDA projetado para o período de 2016-2025 elaborado pela Diretoria da CPFL Energia, bem como a informações que a permitem ajustar as projeções ao IFRS. Entretanto, apenas o EBITDA proporcionalmente consolidado para o período de 2016-2020 foi elaborado e aprovado pelo Conselho de Administração da CPFL Energia e estava disponível à época da Transação, razão pela qual a Ofertante optou por respeitar a metodologia escolhida pela administração da CPFL Energia para regularmente analisar sua situação financeira e as perspectivas do seu negócio.

34. Adicionalmente, a Ofertante esclarece que o método gerencial de consolidação proporcional do EBITDA das Subsidiárias da CPFL Energia está previsto nos contratos financeiros celebrados pela mesma, sendo utilizado por seus credores para testar sua solidez financeira, o que denota ainda que são dados confiáveis, realistas e amplamente utilizados.

35. Em relação às projeções utilizadas pelo Banco Fator na elaboração do Laudo de Avaliação, esclarecemos que a CPFL Energia encaminhou ao referido Banco as projeções consolidadas de acordo com os critérios gerenciais, já que, conforme mencionado anteriormente, tais projeções foram as únicas analisadas e aprovadas pelo Conselho de Administração da CPFL Energia. O Banco Fator, na qualidade de avaliador independente e utilizando metodologia própria, ajustou as projeções da CPFL Energia a fim de (i) consolidar integralmente as sociedades controladas e excluir a consolidação proporcional das sociedades não controladas, bem como (ii) excluir os custos e despesas da controladora. Os itens não incluídos no quadro apresentado na página 41 do Laudo de Avaliação (sociedades não controladas e custos e despesas da controladora) foram calculados separadamente e adicionados ao lançamento contábil "Outros", cuja composição é demonstrada na página 84 do Laudo de Avaliação.

36. É importante ressaltar, contudo, que os ajustes mencionados no item 35 acima foram realizados a exclusivo critério do Banco Fator e exclusivamente para fins da elaboração do Laudo de Avaliação, em razão de uma exigência formulada pela SRE, cuja metodologia principal (fluxo de caixa descontado) difere da metodologia adotada pela Ofertante na DJP. Não obstante, a Ofertante entende que, para o cálculo da alocação de preço na aquisição da CPFL Energia, deve-se observar as projeções disponíveis à época e que já haviam sido aprovadas pelo seu Conselho de Administração, indicando claramente qual o método a administração da Ofertante considerou a melhor metodologia disponível para avaliar o desempenho negocial futuro da CPFL Energia.

37. **Exigência 2.2.5.** A SRE determinou ainda que a State Grid Brazil justificasse "a não utilização de dados de acordo com os princípios do IFRS, uma vez que alterações sobre o padrão de contabilização dos dados não foram previstas em tal decisão".

38. Primeiro, é necessário esclarecer que a Ofertante não tomou nenhuma medida para "alterar" o padrão contábil ou realizou qualquer outro ajuste que não foi determinado pela decisão do Colegiado da CVM. A Ofertante adotou o EBITDA proporcionalmente consolidado para a CPFL Energia simplesmente porque (i) é a única informação prospectiva aprovada pelo Conselho de Administração da CPFL Energia anterior à Transação e (ii) foram exatamente as mesmas informações utilizadas pela SRE em sua análise da Oferta.

39. Também é necessário esclarecer que, na demonstração justificada de preço original, a Ofertante utilizou apenas dados históricos das demonstrações financeiras das Companhias, que estavam de acordo com os princípios do IFRS.

40. No entanto, para atender às solicitações contidas na recente decisão do D. Colegiado, era imperativo para a Ofertante utilizar projeções disponíveis à época da Transação, sendo certo que as projeções gerenciais eram as únicas aprovadas pelos Conselhos de Administração de ambas as Companhias. Vale notar que a “visão prospectiva” requerida pela decisão do D. Colegiado não impõe a utilização de projeções calculadas de acordo com o IFRS.

41. Dessa forma, a Ofertante entende que não está alterando os padrões contábeis adotados no cálculo da alocação de preço. Diferentemente, está apenas seguindo a metodologia adotada pela própria CPFL Energia na elaboração de suas informações financeiras, que observava o IFRS para as informações históricas e adotava uma metodologia gerencial para as projeções de EBITDA.

42. **Exigência 2.2.6.** Em atenção à exigência formulada, a Ofertante apresenta os dados de EBITDA dos anos de 2011 a 2015 da CPFL Energia calculados de forma proporcional/gerencial (“Anexo 2.2.6”).

43. Em conclusão, a Ofertante gostaria de manifestar sua convicção de que cumpriu integralmente todas as determinações contidas na decisão do Colegiado da CVM de 02 de maio de 2018, que determinou (i) a utilização de dados anuais de EBITDA, em vez de trimestrais, bem como (ii) a incorporação de visão prospectiva da CPFL Renováveis e da CPFL Energia.”

31. Em 02/08/2018, a Ofertante protocolou expediente na CVM (documento 0569144 do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34), manifestando-se com relação aos argumentos apresentados pelos Reclamantes por meio da Reclamação de 25/07/2018.

32. Em 22/08/2018, os Reclamantes, após terem acesso à manifestação da Ofertante sobre a Reclamação de 25/07/2018, protocolaram novo expediente na CVM (documento 0584231 do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34, “Reclamação de 22/08/2018”), apresentando considerações adicionais e reiterando pedidos já realizados por meio das Reclamações de 11/07/2018 e de 25/07/2018.

33. Em 24/08/2018, encaminhamos o Ofício nº 231/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0584276 do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34), à Ofertante, à Companhia e à CPFL Energia S.A., solicitando que se manifestassem até 31/08/2018, naquilo que coubesse, sobre Reclamação de 22/08/2018.

34. Em 24/08/2018, com fundamento em análise constante do Relatório nº 22/2018-CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0598077), enviamos o Ofício nº 234/2018/CVM/SRE/GER-1, cujo principal trecho destacamos abaixo:

“2. A propósito, após análise realizada nos termos do Relatório nº 22/2018-CVM/SRE/GER-1 (anexo), concluímos que a Demonstração Justificada de Preço (“DJP”) apresentada pela State Grid Brazil Power Participações S.A. (“Ofertante” ou “State Grid”) à CVM em 27/07/2018 (em resposta ao Ofício nº 195/2018/CVM/SRE/GER-1) deve ser ajustada de modo a utilizar dados de EBITDA da CPFL Energia S.A. (orçamento 2016-2020) consolidados de acordo com o IFRS, replicando os cálculos apresentados nesse sentido pela Ofertante (parágrafo 29 do referido expediente), pelas seguintes razões (em conjunto):

(i) a alteração do método de contabilização dos EBITDA (de IFRS para proporcionais ou gerenciais) extrapola a determinação do Colegiado da CVM;

(ii) apesar de os dados de EBITDA da CPFL Energia S.A. (orçamento 2016-2020) aprovados por seu conselho de administração serem dados proporcionais ou gerenciais, a obtenção dos valores correspondentes em uma visão de acordo com o IFRS não careceria de qualquer subjetividade ou juízo de valor, apenas replicando os referidos dados em uma outra visão;

(iii) o uso de dados de EBITDA da CPFL Energia S.A. (orçamento 2016-2020) consolidados de acordo com o IFRS permite aos investidores uma análise mais completa do que está sendo proposto na OPA com base na DJP (em linha com os princípios constantes do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361), uma vez que os dados utilizados podem ser comparados com dados históricos divulgados por esta companhia por meio de suas demonstrações contábeis, enquanto que a utilização de dados de EBITDA proporcionais ou gerenciais dificultariam essa comparação;

(iv) não é metodologicamente correto comparar dados de EBITDA das Companhias se tais dados não foram obtidos observando a mesma regra contábil, como ocorre no presente caso, ainda que o EBITDA da Companhia não varie de forma relevante quando calculado utilizando os padrões IFRS e os dados gerenciais ou proporcionais, como alega a Ofertante.”

35. Em 27, 28 e 31/08/2018, a Companhia, a CPFL Energia e a State Grid, respectivamente,

protocolaram expedientes em resposta ao Ofício nº 231/2018/CVM/SRE/GER-1 (documentos 0588648, 0587586 e 0590870) do Processo 19957.005715/2017-34).

36. Em 11/09/2018, a Ofertante protocolou expediente atendendo integralmente ao Ofício nº 234/2018/CVM/SRE/GER-1. Como consequência desse atendimento, a DJP da OPA passou a utilizar os dados de EBITDA da CPFL Energia S.A. (orçamento 2016-2020) consolidados de acordo com o IFRS, o que resultou na alteração do preço da OPA de R\$ 13,81 para R\$ 14,60 por ação da Companhia. Nesse mesmo dia, os Reclamantes protocolaram o Recurso na CVM.

## **II. Alegações dos Recorrentes**

### **“I. INTERESSE RECURSAL DOS RECORRENTES**

1 A SRE determinou por meio da Decisão que a Ofertante procedesse à retificação da mais recente demonstração de justificativa de preço apresentada pela Ofertante em 27 de julho de 2018 (“**DJP de Julho de 2018**”) somente no tocante à utilização dos dados de EBITDA da CPFL Energia S.A. (“**CPFL Energia**” e, em conjunto com a CPFL Renováveis, as “**Companhias**”) consolidados de acordo com o IFRS.

2 Os Recorrentes têm convicção de que apenas a retificação determinada pela SRE não garante a correta aplicação da decisão do Colegiado proferida em 2 de maio de 2018, que objetivava garantir aos Recorrentes tratamento igualitário ao do antigo controlador na operação de alienação indireta de controle da CPFL Renováveis.

3 O tratamento igualitário é assegurado aos Recorrentes pelo Estatuto Social da CPFL Renováveis e pelo Regulamento do segmento de listagem do Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“**B3**” e “**Regulamento do Novo Mercado**”, respectivamente). O tratamento não igualitário proposto pela Ofertante ao longo do Processo, além de ferir a lei e regulamentação aplicáveis, implicaria em prejuízos de ordem financeira significativos para os Recorrentes. O interesse dos Recorrentes na reforma da Decisão é claro e manifesto.

4 O presente expediente constitui via adequada para que os Recorrentes recorram da Decisão, resguardando assim os seus interesses e, indiretamente, os de investidores do mercado de capitais, haja vista o perigoso precedente que pode ser criado caso se permita ao Ofertante se furtar de cumprir com as disposições estatutárias e regulamentares sobre o tratamento igualitário em alienação indireta de controle de companhias abertas.

5 Os Recorrentes são, portanto, parte legítima para a interposição do presente Recurso.

### **II. TEMPESTIVIDADE**

6 O presente recurso é tempestivo, uma vez que apresentado dentro do prazo de 15 (quinze) dias contados da ciência dos termos do Ofício pelas Recorrentes, na forma do item I da Deliberação CVM 463.

### **III. BREVE RESUMO DOS FATOS**

7 Conforme mencionado anteriormente, a OPA que se discute neste Processo decorre da alienação de controle da CPFL Energia, adquirido pela Ofertante há mais de 2 anos, em 2 de setembro de 2016, e concluída, há mais de 20 meses, em 23 de janeiro de 2017, que resultou na alteração do controle indireto da CPFL Renováveis.

8 Conforme já apontado pelos Recorrentes a esta D. CVM em expedientes anteriores, as ações de emissão da CPFL Energia foram adquiridas pela Ofertante pelo preço por ação de R\$ 25,00 (vinte e cinco reais), o que representou um **ágio de 29,1%** sobre seu valor de mercado<sup>[1]</sup>, enquanto foi “atribuído” no contrato de compra e venda com o controlador alienante um valor unitário de R\$ 12,20 (doze reais e vinte centavos) por ação de emissão de CPFL Renováveis, o que representou um **deságio de 6%** em relação ao valor de mercado das ações da CPFL Renováveis<sup>[2]</sup>.

9 Em 23 de fevereiro de 2017, a Ofertante apresentou a primeira justificativa de preço atribuído às ações da CPFL Renováveis (“**DJP de Fevereiro de 2017**”), na qual confirmou (i) o preço proposto de R\$ 12,20 (doze reais e vinte centavos) por ação da CPFL Renováveis; e (ii) que o preço oferecido pela CPFL Energia tinha “levado em consideração” o preço em bolsa de valores daquela companhia; ao passo que o EBITDA foi utilizado apenas para “verificar consistência” do preço oferecido pela CPFL Energia. A importância relativa dada pela Ofertante a cada um desses critérios é evidente e dispensa comentários.

10 Em 9 de junho de 2017, os Recorrentes apresentaram reclamação à SRE questionando a DJP de Fevereiro de 2017 e apontando as principais inconsistências da Ofertante, a saber: (i) a desconsideração do valor de mercado para precificação da OPA da CPFL Renováveis, a despeito do preço por ação da CPFL Energia ter sido estabelecido com base no seu valor de mercado; e (ii) os equívocos e as distorções constantes da DJP de Fevereiro de 2017 devido a (a) erro de cálculo na proporção do EBITDA entre as Companhias; e (b) inconsistências do critério de avaliação utilizado na justificativa, tendo em vista, em particular, **a falta de**

**comparabilidade entre as Companhias por atuarem em atividades distintas.**

11 A partir de então, a SRE interagiu extensivamente com a Ofertante, na tentativa de corrigir as inconsistências da DJP de Fevereiro de 2017.

12 Em decisão de 2 de maio de 2018, o Colegiado desta D. CVM determinou que a Ofertante apresentasse nova justificativa de preço, com os seguintes ajustes: "utilização de dados anuais de EBITDA em substituição a trimestrais de modo a evitar distorções decorrentes de efeitos sazonais e incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento" [3].

13 Em 18 de junho de 2018, após pleitear pedido de prorrogação de prazo para cumprimento da decisão do Colegiado, a Ofertante apresentou nova demonstração de justificativa de preço atribuído à CPFL Renováveis ("DJP de Junho de 2018"), ajustando o preço a ser oferecido na OPA para R\$ 13,81 (treze reais e oitenta e um centavos). Ainda assim, a referida justificativa apresentou inconsistências na metodologia utilizada pela Ofertante para atribuição do preço da CPFL Renováveis, corretamente apontadas pela SRE no Ofício CVM nº 195/2018/CVM/SRE/GER-1, de 18 de junho de 2018 ("Ofício CVM 195").

14 Ressalte-se ainda, que na DJP de Junho de 2018, a Ofertante tentou modificar a fundamentação da formação de preço da CPFL Energia, tendo afirmado que "a State Grid Brazil esclarece e ressalta que, durante o processo de negociação com a Camargo Correa, ambos os métodos (valor de mercado e EV/EBITDA UDM) foram igualmente levados em consideração, como parte de sua avaliação ao longo das negociações. Portanto, não se pode considerar que um método deve preponderar sobre o outro." Tal afirmação é um flagrante desrespeito a esta d. Comissão, na medida em que é frontalmente contraditória com a DJP de fevereiro de 2017. Tratava-se de expediente oportunista da Ofertante, que foi prontamente rechaçado pela SRE.

15 Em 11 de julho, 25 de julho e 22 de agosto de 2018, os Recorrentes protocolaram novos expedientes nesta D. Comissão, reiterando os questionamentos acerca da justificativa de preço para a CPFL Renováveis, em especial: (i) a insistência da Ofertante em desconsiderar o valor de mercado da CPFL Renováveis como metodologia apropriada para sua precificação; (ii) a utilização de dados gerenciais para a CPFL Energia para projeção do seu EBITDA, e dados conforme IFRS para a CPFL Renováveis; e (iii) a desconsideração pela Ofertante de diferenças substanciais entre a CPFL Energia e a CPFL Renováveis que impactam de maneira relevante o que deveria ser a visão prospectiva das Companhias, notadamente em relação às diferenças de regime tributário, prazos de concessão e dos respectivos termos de endividamento. Em 26 de julho, a SRE encaminhou o Ofício CVM nº 206/2018/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício 206") à Ofertante, solicitando sua manifestação sobre o teor destes expedientes dos Recorrentes.

16 Em 27 de julho de 2018, a Ofertante, em resposta ao Ofício CVM 195, apresentou a DJP de Julho de 2018, sem, contudo, alterar o preço da OPA da CPFL Renováveis. Em 2 de agosto de 2018, em resposta ao Ofício 206, a Ofertante, mais uma vez, optou por tentar desqualificar os questionamentos que a SRE e estes Recorrentes têm feito, sem trazer quaisquer novas informações que justificassem a manutenção de sua postura ao longo da OPA e, inclusive, atacando-os de forma grosseira e desleal.

17 Em 22 de agosto, os Recorrentes protocolaram novo expediente nesta D. Comissão, defendendo-se das alegações infundadas da Ofertante contidas na resposta ao Ofício 206 e, mais uma vez, demonstrando que o direito dos minoritários ao tratamento igualitário terá sido desrespeitado caso a CVM deixe de determinar à Ofertante (i) a utilização do valor de mercado da CPFL Renováveis como metodologia de preço da OPA, ou (ii) incorporação de visão prospectiva das Companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento, conforme determinado pelo Colegiado (e não somente a utilização de dados de EBITDA em IFRS para as duas Companhias).

18 A despeito dos expedientes protocolados pelos Recorrentes, a Decisão da SRE decorreu de uma interpretação parcial pela Superintendência do que foi decidido pelo Colegiado na reunião de 2 de maio de 2018, e apenas determinou o uso de dados de EBITDA em IFRS para ambas as Companhias, ignorando, por completo, os ajustes relacionados às diferenças de regime tributário, prazos de concessão e dos respectivos termos de endividamento, os quais impactam de maneira significativa a perspectiva de crescimento das Companhias e, conseqüentemente, o preço devido na OPA. Na prática, a Decisão ora recorrida, se não for reformada, permitirá a ofertantes em OPAs por alienação indireta de controle comparar sociedades diferentes apenas com base em seu EBITDA, a despeito da natureza de seus negócios. Trata-se de precedente equivocado e perigosíssimo, não só para os Recorrentes, mas para o mercado como um todo.

**IV. DA INCORPORAÇÃO DE VISÃO PROSPECTIVA DA DJP**

19 Conforme mencionado acima, o Colegiado da CVM determinou que a Ofertante procedesse à “incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas e crescimento no cálculo do preço relativo da CPFL Renováveis que embasa a demonstração justificada de preço da OPA.”

20 A Ofertante, no entanto, incorporou à DJP de Junho de 2018 e à DJP de Julho de 2018 apenas certas projeções de EBITDA das Companhias, como se iguais fossem, ignorando diferenças fundamentais entre as Companhias que ocorrem abaixo da linha do EBITDA e que impactam de maneira relevante a geração de caixa e perspectiva de crescimento de cada uma delas, incluindo diferenças do regime de tributação, do perfil de endividamento e dos prazos e regimes regulatórios em que operam. Além disso, a Ofertante equivocadamente considerou em seus cálculos projeções gerenciais do EBITDA que não seguem os princípios do IFRS para a CPFL Energia, de um lado, e projeções de EBITDA em IFRS para a CPFL Renováveis, de outro. Equívoco este que não surpreendentemente resultava na depreciação do valor das ações da CPFL Renováveis.

21 A determinação da Decisão ora recorrida em corrigir a distorção oriunda do uso de projeções de EBITDA gerencial para a CPFL Energia no cálculo apresentado na DJP de Julho de 2018 de forma a ter projeções de acordo com o IFRS para ambas as Companhias, apesar de correta, é **insuficiente** para aplicação fidedigna da decisão proferida pelo Colegiado e para assegurar aos minoritários da CPFL Renováveis tratamento igualitário.

22 Está claro que o Colegiado dessa d. Comissão reconhece as enormes diferenças entre as Companhias e determinou que tais diferenças fossem consideradas na incorporação de “visão prospectiva,” e não apenas no tocante às projeções de EBITDA, conforme lê-se no voto proferido pelo Presidente Marcelo Barbosa na Decisão do Colegiado de 2 de maio de 2018:

“53. **Em relação à comparabilidade das Companhias, não se pode ignorar que, embora ambas integrem o setor de energia no sentido amplo, possuem ramos de atuação distintos, com consequências importantes em questões relacionadas à avaliação que delas se pretenda fazer para os fins em questão.** A CPFL Energia atua como um holding com diversos segmentos de negócio sob sua tutela e ampla atuação ao longo de todo o espectro da cadeia de energia (geração – por fontes convencionais e renováveis, distribuição, transmissão e comercialização de energia elétrica), enquanto a CPFL-R se dedica exclusivamente à atividade de geração a partir de fontes de energia renovável. Em particular, à época dos fatos, o segmento de distribuição respondia por cerca de 80% da receita operacional líquida consolidada da CPFL Energia. (...)

58. Sendo assim, apesar de atuarem em um mesmo setor, os modelos de negócios são consideravelmente distintos, o que resulta, por exemplo, em **diferenças em suas estruturas de capital, regimes de tributação, fluxo de recebimentos de recursos, necessidades de investimentos, perspectivas de crescimento, regime regulatório, dentre outros.** Me parece, portanto, indubitável, que não estamos diante de companhias plenamente comparáveis. (...)

69. Em termos práticos, me parece que a igualdade de tratamento só poderia ser assegurada nesse caso, se a DJP fosse ajustada a fim de incorporar alguma visão prospectiva da Companhia (...).” (grifamos)

23 Se ignorar as diferenças entre a CPFL Energia e CPFL Renováveis que ocorrem **abaixo da linha do EBITDA** na apuração do resultado das Companhias, esta CVM permitirá a Ofertante comparar “maças com bananas” e escolher, dentre inúmeros critérios de avaliação de empresas, aquele que lhe permita manipular parâmetros e fundamentos de modo a assegurar não o tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mas sim o menor desembolso para o adquirente do controle.

24 Em que pese a correção do ajuste determinado pela SRE, tal ajuste é incapaz de, isoladamente, refletir diferenças fundamentais entre companhias tão distintas. Ora, mais uma vez, deve ser afirmado: independentemente das projeções de crescimento de EBITDA, a diferenciação do regime de tributação, do perfil de endividamento e dos prazos e regimes regulatórios em que operam é fundamental para comparação do valor em uma visão prospectiva entre empresas que não têm as mesmas atividades operacionais, conforme demonstrado matematicamente no **Anexo I**.

25 Sendo assim, os Recorrentes reiteram que, conforme apontado nos expedientes protocolados pelos próprios Recorrentes em 25 de julho e 22 de agosto de 2018, se incorporadas ao cálculo: (i) somente as diferenças de tributação entre CPFL Renováveis e CPFL Energia, o preço por ação alcançaria R\$ 17,22 (dezessete reais e vinte e dois centavos); (ii) somente as diferenças entre os termos de endividamento, o preço por ação da



CPFL Renováveis atingiria o patamar de R\$ 16,09 (dezesseis reais e nove centavos), e, se incorporadas, cumulativamente, as diferenças apontadas nos itens (i) e (ii), este valor seria de R\$ 18,69 (dezoito reais e sessenta e nove centavos) – valores estes, ressalte-se, muito mais próximos dos patamares encontrados pela CVM ao analisar proxies de mercado, conforme evidenciado na decisão proferida pela SRE no Ofício nº 41/2018/CVM/SER/GER-1 e no Memorando nº 17/2018-CVM/SRE/GER-1 (“**Memorando SRE**”), do que os R\$ 13,81 (treze reais e oitenta e um centavos) que a Ofertante insiste em oferecer como preço da OPA.

#### **V. DO DIREITO AO TRATAMENTO IGUALITÁRIO**

26 Conforme dispõe o art. 254-A da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada (“**Lei das S.A.**”), a alienação de controle tanto direta quanto indireta de companhia aberta somente pode ser contratada sob a condição de que o adquirente se obrigue a fazer OPA pelas ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago pelas ações com voto integrantes do bloco de controle.

27 Adicionalmente, em razão de a CPFL Renováveis ser listada em segmento diferenciado de governança corporativa da B3, a OPA pela sua alienação de controle indireto deve observar o item 8.1 do Regulamento do Novo Mercado (conforme versão em vigor na data da transação), o qual dispunha que o adquirente do controle deveria efetivar tal OPA de forma a “assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.” Este direito ao tratamento igualitário também corresponde a um comando estatutário, refletido no art. 35 do Estatuto Social da CPFL Renováveis.

28 Uma vez que a alienação de controle, no caso, deu-se de forma indireta em relação à CPFL Renováveis, e que não é possível, de plano, determinar o valor pago pelas ações de sua emissão, a Ofertante tem ainda a obrigação de apresentar à CVM exposição justificada da “forma de cálculo do preço” a ser pago na OPA, conforme exigido pelo art. 29, §6º, da Instrução da CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme alterada (“**Instrução CVM 361**”).

29 A apresentação de demonstração justificada da forma do cálculo do preço não é mera formalidade e não se resume à simples indicação por escrito do preço unilateralmente atribuído pelo adquirente do controle; ao contrário, constitui o meio hábil para que o adquirente do controle, na qualidade de ofertante, comprove à CVM que o tratamento igualitário foi efetivamente garantido e demonstre, assim, a regularidade e legalidade da oferta, essenciais para que esta seja registrada pela CVM (arts. 4º, §2º e art. 9, §6º da Instrução CVM 361).

30 Ressalte-se que a formação do preço na oferta pública de alienação de controle indireto é sempre delicada, uma vez que, nesse tipo de situação, a ofertante está em uma situação de grande poder –por determinar unilateralmente o preço e em flagrante conflito de interesses – uma vez que seu único interesse é pagar o menor preço possível.

31 Não surpreendentemente, portanto, as seguidas justificativas de preço apresentadas pela Ofertante ao longo deste Processo a pretexto de cumprir os ajustes solicitados inicialmente pela SRE e depois pelo Colegiado terem se mostrado invariavelmente equivocadas. O critério convenientemente escolhido pela Ofertante tem-lhe permitido procrastinar a resolução do Processo mediante apresentação de cálculos tecnicamente incorretos que depreciam as ações de emissão da CPFL Renováveis em detrimento dos minoritários e não lhes assegura o tratamento igualitário a quem têm direito.

32 A Ofertante, inclusive, tem como estratégia insistir em tentar desqualificar o valor de mercado da CPFL Renováveis sob o argumento de que as ações de sua emissão teriam baixo volume de negociação em bolsa de valores, conforme item 25 da DJP de Julho de 2018. A Ofertante sequer discute o mérito da validação do preço de bolsa das ações ou se ele seria válido como “boa expressão de valor” da CPFL Renováveis.

33 Os Recorrentes, mais uma vez, chamam atenção para o fato de que a determinação do valor de mercado da CPFL Renováveis pela cotação de suas ações em bolsa de valores não apresenta quaisquer disfunções, tampouco uma supervalorização do equity value da CPFL Renováveis, como quer fazer crer a Ofertante, e, portanto, não deveria ser descartada como metodologia válida na avaliação do preço da OPA, especialmente em face da evidente má vontade da Ofertante em apresentar cálculo que dê tratamento igualitário aos acionistas minoritários da CPFL Renováveis, e tendo em vista que (i) o valor de mercado acrescido de prêmio foi o critério usado pela Ofertante na definição do preço da CPFL Energia, (ii) o valor de mercado das ações da CPFL Renováveis guardou relação consistente com o valor de mercado das ações da CPFL Energia de aproximadamente 1/3 (um terço) do IPO até a data do anúncio da transação, conforme verifica-se no **Anexo II** e (iii) a baixa liquidez das ações da CPFL Renováveis não invalida sua utilização no caso em tela, dado que foi utilizado como base para relevantes negociações no

passado.

34 Para além da baixa liquidez, a Ofertante ainda descarta o preço de mercado com base no argumento de que, nos 60 (sessenta) pregões que antecederam a divulgação da transação, 99% (noventa e nove por cento) do volume negociado seriam referentes a negociações entre acionistas da CPFL Renováveis sob controle comum, jogando suspeitas sobre a possibilidade de manipulação de preço, mas sem entrar no mérito de a que preço tal negociação teria sido realizada.

35 A este respeito cabe mencionar que a transação referida foi feita em mercado de bolsa, que é um ambiente de negociação pública e supervisionada, onde há livre interferência compradora ou vendedora. Não bastassem estes argumentos, é ainda possível verificar que tal negociação por acionistas sob controle comum foi feita dentro da média de preços de mercado praticados em datas próximas, conforme demonstrado em manifestação dos Recorrentes endereçada à SRE em 22 de agosto de 2018, aqui reiterada no **Anexo III**.

36 Especificamente no tocante à alegada falta de liquidez das ações da CPFL Renováveis como principal argumento da Ofertante para desqualificar o uso do preço de bolsa como parâmetro de preço na OPA, é importante reiterar que transações relevantes e independentes, como (i) o IPO em 2013, que transacionou mais de R\$ 900 milhões entre oferta primária e secundária ao preço por ação de R\$ 12,51 (doze reais e cinquenta e um centavos) (conforme **Anexo IV**), e (ii) a incorporação da Dobrevê Energia S.A. em 2014 com pagamento em ações da CPFL Renováveis, que representou volume superior a R\$ 800 milhões, tendo como preço médio das ações nos 30 dias anteriores ao anúncio da operação de R\$ 12,89 (doze reais e oitenta e nove centavos) (conforme **Anexo V**), entre outras transações em mercado, foram precedidas ou sucedidas de períodos em que houve volumes expressivos de negociação em bolsa das ações da CPFL Renováveis.

37 Tais fatos têm sido oportunisticamente ignorados pela Ofertante em suas justificativas de preço, mas são exemplos irrefutáveis de transações pautadas no preço de mercado da CPFL Renováveis e que demonstram como a alegada falta de liquidez não desqualifica o preço de mercado como parâmetro válido. Pelo contrário, há evidências concretas e relevantes de que o preço de mercado da CPFL Renováveis reflete uma boa expressão de valor.

38 Neste sentido, os Recorrentes reiteram trecho do parecer do Dr. Nelson Eizirik, apresentado no âmbito deste Processo em 10 de abril de 2018: “O fato de tais ações de emissão da CPFL-R não apresentarem liquidez significativa no mercado secundário em nada desqualifica a sua utilização, visto que as negociações realizadas em bolsa foram efetivamente travadas entre partes independentes, não existindo qualquer indício de que tenham sido realizadas de forma artificial ou que tenham sofrido algum tipo de manipulação.

**Portanto, considerando que as própria State Grid levou em consideração o preço de mercado das ações de emissão da CPFL Energia para a determinação do seu valor na operação de alienação de controle, conclui-se que esta é a metodologia que garante aos acionistas da CPFL-R o tratamento igualitário previsto no Regulamento do Novo Mercado e no Estatuto Social.”** (grifamos)

39 No mesmo sentido, a decisão do Colegiado desta D. CVM considerou **a possibilidade de utilização do valor de mercado** e, inclusive, manifestou a opinião de que o caminho natural para determinação do tratamento igualitário seria tão simples quanto aplicar à cotação das ações da CPFL Renováveis prêmio igual àquele incidente sobre as ações da CPFL Energia conforme abaixo:

“42. Não há, portanto, dúvidas quanto à utilização do valor de mercado como parâmetro para avaliação da controladora, tendo a análise de múltiplos sido empregada pela ora Recorrente a fim de corroborar a razoabilidade da oferta feita à controladora. (...)

45. Ou seja, no presente caso, tal análise deveria basear-se preferencialmente em critério que considerasse o preço negociado em mercado das ações da companhia controlada. Afinal de contas, partindo-se dos **mesmos parâmetros de avaliação para ambas as companhias**, restaria evidente a igualdade de tratamento adotada. (...)

60. De todo modo, ainda que se admitisse que a metodologia adotada pela Recorrente tenha sido empregada de forma consistente, restaria prejudicada sua relação com a metodologia utilizada para avaliar a CPFL Energia que, **como já dito e informado pela própria Ofertante, utilizou como principal parâmetro a cotação da ação em bolsa.** (...)

70. Ressalte-se que uma das maneiras de se desincumbir dos ajustes solicitados seria por meio da utilização de metodologia baseada em cotação das ações em mercado para calcular o preço-alvo da CPFL-R, **de modo a refletir o método de avaliação empregado em CPFL Energia.**” (grifamos).

**4 O Se permitir, no entanto, que o valor de mercado de uma**

**companhia aberta seja desconsiderado apenas em função de sua baixa liquidez, sem que haja qualquer evidência de que tal valor de mercado foi manipulado ou não representa o real valor da companhia, esta. D. CVM estaria permitindo no presente caso (e potencialmente continuaria permitindo em casos futuros, tendo em vista a relevância do precedente que aqui se cria) que o adquirente do controle escolha, dentre inúmeros critérios de avaliação de empresas, aquele que lhe permita tentar por período indefinido apontar parâmetros e fundamentos de modo a assegurar não o tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mas sim o menor desembolso para o adquirente do controle.**

41 Destaque-se aqui que o poder/dever de revisão da CVM sobre o critério de alocação adotado em alienações indiretas de controle deve compreender, necessariamente, a análise de adequação da metodologia escolhida e sua efetiva aplicação.

42 A avaliação, pela CVM, da adequação do critério de alocação de preço utilizado pelo adquirente do controle, está relacionada ao inquestionável fato de que o adquirente, ao atribuir o valor às ações de controlada indireta, **tem incentivo e interesse direto em atribuir o menor valor possível. Trata-se, neste caso, de conflito de interesses material, concreto, insuperável, que justifica a análise pormenorizada da CVM sobre a justificativa de preço apresentada.**

43 A discussão sobre o poder da CVM de revisar a justificativa de preço possui, assim, característica peculiar neste caso. Diferentemente do que ocorre, por exemplo, na determinação de preço em aumentos de capital ou na revisão de laudos de avaliação em OPAs pela CVM onde há, respectivamente, a presença de deveres fiduciários dos administradores para com os acionistas e de deveres legais e regulamentares dos avaliadores em relação às normas contábeis, na atribuição de preço das ações de uma controlada indireta não há a presença de um "terceiro" (administrador ou avaliador): ou seja, **é o próprio adquirente que estabelece o preço que irá (ou que quer) pagar.**

44 Essa possibilidade é **inerentemente conflituosa** e justifica uma atuação rigorosa da CVM, haja vista que no caso concreto a Ofertante tem, em todas as oportunidades, se mostrado reticente em dar o tratamento igualitário aos minoritários, desinteressada em concluir a OPA de maneira expedita ao tentar se esquivar dos questionamentos feitos por esta D. CVM e de cumprir de maneira plena as determinações da SRE e do Colegiado.

45 Em outras palavras, no caso concreto deste Processo, a Ofertante está em situação de poder ao atribuir o preço das ações da CPFL Renováveis, uma vez que decide sozinha que preço irá ofertar. A atuação dessa Autarquia é ainda mais importante do que normalmente é, haja vista o conflito de interesses monumental que recai sobre a Ofertante, a hipossuficiência dos Recorrentes e o precedente equivocado que se formaria com a aceitação de cálculos manifestamente errados.

46 Conforme ressaltado pela Presidente Maria Helena Santana, no âmbito do Processo CVM RJ 2007/1996, não se trata de conferir à CVM o poder de determinar o preço, mas sim de fazer valer seu dever de proteção do interesse dos investidores: "Quanto à alegação da Recorrente, de que a CVM não tem poderes para estabelecer preço, entendo que ela não se aplica ao caso, pois a SRE não estabeleceu preço, apenas tendo divulgado o cálculo resultante da metodologia que determinou como sendo a mais correta. Sendo a forma de fixação do preço toda baseada em dados públicos, e considerando o dever da CVM de cumprir sua missão tendo em mente o interesse dos investidores e das companhias, penso que a SRE decidiu corretamente realizar o cálculo que decorreu da metodologia apontada, num esforço de garantir maior clareza no entendimento da decisão, por parte do mercado."

47 Independentemente da possibilidade de análise de adequação do critério adotado, a CVM tem também o poder de determinar correções específicas relativas a inadequações formais constantes da justificativa apresentada pelo adquirente, tal como ocorrido no âmbito do Processo Administrativo CVM RJ 2007/1996, onde foram determinados diversos ajustes no cálculo realizado pelo ofertante<sup>[4]</sup>.

48 Vale mencionar que a atuação ativa da CVM na verificação do preço em ofertas públicas de aquisição decorrentes de alienação indireta de controle não é recente. Como exemplos da atuação da autarquia em operações passadas, é possível citar: (i) OPA aos minoritários do Grupo Perdigão (Processo CVM nº RJ 1995/459), em que o então Diretor José Estevam sugeriu modelo de fixação de preço para a oferta de alienação indireta de controle, aplicável à Perdigão S.A. e controladas; (ii) OPA decorrente de alienação do controle acionário de Casa Anglo Brasileira S.A., no âmbito do Processo CVM nº RJ 1996/4656, em que o Colegiado determinou a fixação do valor de um ativo pelo fluxo de caixa projetado trazido a valor presente, alterando, assim, o preço das ações-objeto da oferta; (iii) OPA decorrente da alienação de controle da Frasle S.A. (Processo CVM nº RJ 2002/5160), em que o valor a ser pago foi revisto

para incluir montante de mais de R\$ 11 milhões, referente a um aporte de recursos em sociedade do grupo, que a CVM entendeu fazer parte do preço de compra<sup>[5]</sup>; e (iv) OPA da Arcelor, relativa ao Processo CVM nº RJ 2007/1996, no qual o voto da então Diretoria

Maria Helena Santana, em seu item 42, esclareceu que **“a utilização do mesmo critério para companhia controlada e companhia controladora assegura esse tratamento [equitativo].”**

**49 Cabe, ainda, mencionar que em reiterados precedentes de OPAs de alienação de controle indireto a partir da vigência do art. 254-A da Lei das S.A., o critério apresentado para a fixação do preço da companhia alienada indiretamente foi o mesmo critério usado para formulação do preço pago pela alienação do controle direto, como, por exemplo, (i) múltiplos de mercado de outras companhias abertas comparáveis na alienação de controle direto da Brasil Telecom Participações S.A. e indireto da Brasil Telecom S.A. (Processo CVM nº RJ 2009/01246), (ii) fluxo de caixa descontado na alienação de controle direito da Telemig Celular Participações S.A. e indireto da Telemig Celular S.A. (Processo CVM nº RJ 2008/03414), (iii) estimativa futura de EBITDA na alienação de controle direto da Arcelor S.A. e indireto da Arcelor Brasil S.A., (iv) fluxo de caixa comparáveis e múltiplos comparáveis na alienação de controle direto da Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. e da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. e indireto da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (Processo CVM nº RJ 2007/04022), e (v) múltiplo de EBITDA na alienação direta de controle da Corporación Sidenor, S.A. e indireta da Aços Villares S.A. (Processo CVM nº RJ 2006/00849).**

50 Desta forma, os Recorrentes reiteram o entendimento amplamente apresentando em expedientes anteriores a esta D. CVM de que **o critério mais apropriado para assegurar o tratamento igualitário aos acionistas da CPFL Renováveis é o da utilização do preço por ação da CPFL Renováveis baseada na sua cotação em bolsa, dado que (i) foi o critério adotado pela Ofertante na definição do preço da CPFL Energia, conforme explicitamente informado na DJP de Fevereiro de 2017; (ii) foi exaustivamente demonstrado no Processo que o valor de mercado da CPFL Renováveis representa uma boa expressão de valor da CPFL Renováveis e guardava uma relação consistente com o valor de mercado da CPFL Energia de aproximadamente 1/3 (um terço) ao longo dos anos que antecederam a aquisição do controle da CPFL Energia pela Ofertante; e (iii) a baixa liquidez das ações da CPFL Renováveis não é justificativa plausível para invalidar a sua utilização, em especial na ausência de qualquer evidência de que houve manipulação de preços do mercado, além de ter sido objeto de negociações em volume relevante desde seu IPO.**

51 Corrobora ainda o exposto o fato de que em todas as justificativas de preço apresentadas até o momento a Ofertante (i) adota premissas de cálculo diferentes para controladora e controlada, contrariando a orientação contida no voto vencedor do precedente relativo ao Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/1996; e (ii) afasta-se da adoção de ágio sobre o valor de mercado das ações da CPFL Renováveis sob o argumento de liquidez relativa em relação às ações da CPFL Energia, o que, conforme se demonstrou acima, não se aplica e, pelo contrário, somente indica que o valor de bolsa das ações da CPFL Renováveis potencialmente está depreciado em relação a seu real valor.

52 Aliás, em relação ao “afastamento” da Ofertante da adoção de preço mediante ágio sobre o valor de mercado das ações da CPFL Renováveis, é importante ressaltar novamente que ela chegou ao cúmulo de “reescrever” a DJP de Fevereiro de 2017, quando oportunisticamente modificando a narrativa dos fatos na DJP de Junho de 2018 quis “esclarecer” que o preço de mercado e o EBITDA teriam tido a mesma importância na determinação do preço da CPFL Energia.

53 Por todo o exposto, e tendo em vista a evidente falta de vontade (e incentivos) da Ofertante em realizar os devidos ajustes à metodologia de cálculo do preço da OPA, a determinação por esta D. CVM à Ofertante de que **e utilize o preço de mercado das ações da CPFL Renováveis acrescido do mesmo ágio pago ao controlador traria solução adequada e transparente a este Processo e resultaria em tratamento igualitário para os acionistas da CPFL Renováveis na OPA em razão da alienação indireta do seu controle, como lhes é garantido pela lei e pela regulamentação aplicáveis.** A adoção do critério de valor de mercado apresenta-se, ainda, como uma alternativa melhor do que as alternativas subjetivas, uma vez que a Ofertante se aproveita de toda e qualquer brecha nas decisões dessa d. Autarquia para prejudicar os minoritários, seja pelos cálculos artificialmente depreciados, seja pela procrastinação do processo.

54 Segundo a apuração feita pela Superintendência de Registros de Valores Mobiliários desta D. CVM consubstanciada no Memorando SRE, a metodologia baseada na cotação das ações da CPFL Renováveis em bolsa resulta em um preço por ação de emissão da CPFL Renováveis de R\$ 16,74 (dezesesseis reais e setenta e quatro

centavos), quando considerado o preço médio ponderado de preço de negociação nos 60 (sessenta) pregões anteriores à divulgação da transação, e de R\$ 18,80 (dezoito reais e oitenta centavos), quando considerado o período de 12 (doze) meses que precederam à divulgação da transação.

55 É oportuno destacar que (i) a alienação da participação da Camargo Correa na CPFL Energia já ocorreu há mais de 20 meses, (ii) os demais integrantes do bloco de controle da CPFL Energia já receberam o pagamento por suas ações há mais de 19 meses – com tratamento igualitário ao tratamento dado à Camargo Correa, e (iii) os minoritários da CPFL Energia já receberam o pagamento por suas ações há mais de 9 meses – com tratamento igualitário ao tratamento dado à Camargo Correa, enquanto os minoritários da CPFL Renováveis têm tido que aguardar pacientemente que a Ofertante resolva conceder o tratamento igualitário a que fazem jus mediante uma longa e custosa intervenção no processo de registro da OPA.

#### VI. CONCLUSÃO E PEDIDO

56 Ante o exposto, os Recorrentes requerem:

(i) que seja reformada a Decisão, de modo que a CVM determine à Ofertante:

(a) que reforme integralmente a DJP de Julho de 2018 de forma que o critério de valor de mercado seja adotado pela Ofertante para determinação do preço da OPA;

ou, alternativamente,

(b) que reforme o item 6(a) da DJP de Julho de 2018 de forma a corrigir os cálculos para, além de utilizar de modo uniforme os dados de EBITDA prospectivo com base no IFRS tanto para a CPFL Energia quanto para a CPFL Renováveis na determinação do valor relativo da CPFL Renováveis, dê efeito no cálculo do valor relativo da CPFL Renováveis às diferenças do regime de tributação, do perfil de endividamento e dos prazos de concessão, os quais impactam de maneira relevante a visão prospectiva das Companhias, bem como quaisquer outros ajustes que a CVM venha a julgar necessários para garantir o tratamento igualitário aos minoritários da CPFL Renováveis;

(ii) caso esta SRE entenda pela manutenção da Decisão, que encaminhe este Recurso ao Colegiado da CVM, na forma do item III da Deliberação CVM 463; e

(iii) que este Recurso seja recebido no efeito suspensivo, na forma do item VI da Deliberação CVM 463, tendo em vista o prejuízo de incerta reparação caso o registro da OPA seja concedido no âmbito do Processo e a OPA seja lançada mediante publicação de edital pelo Ofertante antes de decisão do Superintendente de Registro de Valores Mobiliários ou do Colegiado, conforme o caso, a respeito do mérito deste Recurso.”

#### III. Nossas Considerações

37. Preliminarmente, cabe verificar a legitimidade dos Recorrentes para interpor o Recurso. Para esse fim, transcrevemos abaixo alguns dispositivos da Deliberação CVM 463:

*“I - Das decisões proferidas pelos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários - CVM caberá recurso para o Colegiado no prazo de 15 (quinze) dias, **contados da sua ciência pelo interessado.***

*II - O recurso será oferecido em petição escrita e fundamentada, desde logo acompanhada dos documentos em que eventualmente se basear a argumentação do recorrente, sendo dirigido ao Superintendente que houver proferido a decisão impugnada.*

*III - Dentro do prazo de 10 (dez) dias úteis, contados do recebimento do recurso, caberá ao Superintendente que houver proferido a decisão recorrida reformá-la ou mantê-la, em despacho fundamentado, encaminhando, na segunda hipótese, o processo ao Colegiado, através do Superintendente-Geral, ainda que tenha entendido o recurso intempestivo ou incabível.*

*IV - O Superintendente deverá proceder de modo a dar ao recurso o melhor aproveitamento e efetividade, preservando-lhe a utilidade, a despeito da forma.” (grifo nosso)*

38. Da leitura dos dispositivos acima, verifica-se, em seu inciso I, que um recurso contra decisões proferidas pelos superintendentes da CVM somente pode ser interposto pelo interessado na referida decisão. Assim, cabe analisarmos quem pode ser entendido como interessado em uma decisão de um superintendente da CVM.

39. Sobre essa questão, vê-se que no próprio inciso I da Deliberação 463 está estabelecido que o “interessado” tem o prazo de 15 dias para interpor recurso da decisão, **contados da data de sua ciência**. Entendemos que esse trecho do inciso I da Deliberação 463 pode indicar que somente é um interessado, para fins de interposição de recurso, aquele em face de quem foi diretamente proferida a decisão

40. No presente recurso, os Recorrentes consideram-se interessados, pois os mesmos podem sofrer grande impacto financeiro dependendo do preço a que a OPA seja lançada.

41. De fato, tendo em vista que os Recorrentes são acionistas relevantes da Companhia, é inegável reconhecer que a decisão ora recorrida tem repercussão financeira para os mesmos.

42. No entanto, conforme já exposto no parágrafo 38, resta a dúvida se um participante do mercado em face de quem não foi diretamente proferida uma decisão tem legitimidade para interpor recurso.

43. Nesse sentido, consideramos que o entendimento dos Recorrentes de que um grande prejuízo financeiro potencial é critério para qualificar um investidor como interessado em uma decisão proferida pode não prosperar, uma vez que esse critério é subjetivo e poderia se estender não somente aos acionistas de uma companhia, mas a todos os seus *stakeholders*, criando um número quase infinito de partes legitimadas a interpor recurso contra uma decisão de Superintendente da CVM, o que resultaria em um elevado risco de se protelar de forma significativa a conclusão de um processo administrativo nesta autarquia.

44. Não obstante, mesmo que se entenda ser incabível a presente interposição de recurso, observa-se que, nos termos do inciso III da Deliberação CVM 463, “*Dentro do prazo de 10 (dez) dias úteis, contados do recebimento do recurso, caberá ao Superintendente que houver proferido a decisão recorrida reformá-la ou mantê-la, em despacho fundamentado, encaminhando, na segunda hipótese, o processo ao Colegiado, através do Superintendente-Geral, ainda que tenha entendido o recurso intempestivo ou incabível!*”. (grifo nosso)

45. Desse modo, quanto ao mérito do Recurso, vale lembrar que, conforme consta do parágrafo 18, o Colegiado da CVM, em decisão na data de 02/05/2018, manifestou-se nos seguintes termos, abaixo reproduzidos, sobre os ajustes necessários na metodologia adotada na DJP da OPA para que seja dado aos acionistas da Companhia tratamento igualitário aos antigos controladores:

*“Em relação à metodologia utilizada pela Ofertante, entendeu o Presidente serem procedentes as críticas pontuais apresentadas pela SRE, não sendo possível se certificar, com base na DJP e nos termos em que foi apresentada, o atendimento ao requisito de tratamento igualitário exigido no caso em análise. **Em termos práticos, opinou que a igualdade de tratamento só poderia ser assegurada no caso concreto se a DJP fosse ajustada a fim de incorporar alguma visão prospectiva da Companhia,** podendo a Ofertante, se entendesse oportuno, apresentar novo laudo de avaliação que corroborasse seus ajustes. **Ressaltou ainda que uma das maneiras de se desincumbir dos ajustes solicitados seria por meio da utilização de metodologia baseada em cotação das ações em mercado para calcular o preço-alvo da CPFL-R, de modo a refletir o método de avaliação empregado para CPFL Energia.**”*

(...)

*Pelo exposto concluiu pelo provimento parcial do recurso de forma a:*

*(i) Reformar a decisão da SRE no que toca à determinação de um patamar de preço mínimo a ser praticado na OPA; e*

*(ii) Manter a determinação da SRE de que a DJP seja reapresentada com os seguintes ajustes, a saber: utilização de dados anuais de EBITDA em substituição a trimestrais de modo a evitar distorções decorrentes de efeitos sazonais e **incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento.**”*  
(grifos nossos)

46. Da leitura dos trechos transcritos acima, fica claro que o Colegiado determinou que a DJP “(...) fosse ajustada a fim de incorporar alguma visão prospectiva da Companhia (...)” e o objetivo dessa determinação de incorporar visão prospectiva das Companhias seria “refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento” e não outras diferenças eventualmente existentes.

47. Entendemos ainda que o Colegiado da CVM mencionou que “uma das maneiras de se desincumbir dos ajustes solicitados seria por meio da utilização de metodologia baseada em cotação das ações em mercado para calcular o preço-alvo da CPFL-R, de modo a refletir o método de avaliação empregado para CPFL Energia”.

48. Conforme já exposto no parágrafo 22, o Ofertante buscou atender à decisão do Colegiado da CVM ajustando o referido documento com a substituição dos dados de EBITDA dos últimos 4 trimestres anteriores ao anúncio da alienação indireta de controle, pelos dados de EBITDA projetados das Companhias segundo os orçamentos 2016-2020, aprovados pelos respectivos conselhos de administração e disponíveis na data do anúncio da alienação indireta de controle.

49. No entanto, o primeiro ajuste realizado pelo Ofertante na DJP para atender à decisão do Colegiado utilizava os dados dos EBITDA projetados de CPFL Energia apurados proporcionalmente (dados gerenciais), não consolidados, diferentemente: (i) dos dados de EBITDA de CPFL Renováveis, que foram apurados de forma consolidada, de acordo com o IFRS; e (ii) da versão original da DJP em que os dados utilizados das Companhias seguiam o IFRS.

50. Assim, conforme consta do parágrafo 34, comunicamos ao Ofertante em 27/08/2018 a determinação, ora recorrida, de que os dados de EBITDA de CPFL Energia utilizados na DJP deveriam ser apurados conforme o IFRS, o que foi integralmente atendido pela Ofertante conforme já informado no parágrafo 36 acima.

51. Segundo os Reclamantes, esse ajuste realizado na DJP é insuficiente para atender à

decisão do Colegiado, pois as Companhias apresentam, em sua opinião, modelos de negócio distintos, diferenças do regime de tributação, do perfil de endividamento e dos prazos de concessão e, portanto, o uso de projeções de EBITDA gerencial não asseguraria o tratamento igualitário aos minoritários.

52. Assim, em sua opinião, deveria ser utilizado o critério de valor de mercado pela Ofertante para determinação do preço da OPA ou, ainda, além da utilização dos dados de EBITDA, que houvesse ajustes de forma a considerar todas as diferenças existentes entre as duas companhias.

53. Referidos argumentos apresentados pelos Reclamantes são essencialmente os mesmos argumentos apresentados em outras oportunidades (documentos 0555168, 0563989 e 0584231).

54. Desse modo, destaque-se que a fundamentação à determinação da SRE de que se recorre, consubstanciada por meio Relatório nº 22/2018-CVM/SRE/GER-1 (“Relatório nº 22/2018”) de 27/08/2018, já considerava os argumentos apresentados pelos Reclamantes, cabendo transcrever as seguintes passagens daquele Relatório:

*“32. Adicionalmente, cabe mencionar algumas questões que foram levantadas pelos Reclamantes, porém não ensejaram, em nosso entendimento, necessidade de realização de ajustes na DJP ou qualquer outra providência no âmbito do presente caso, quais sejam:*

*(i) a DJP apresentada em face da Decisão do Colegiado da CVM não contempla outras diferenças relevantes entre as Companhias, como: (a) longevidade de seus EBITDA; (b) o regime tributário a que estão sujeitas; e (c) os termos de seus endividamentos;*

*(ii) ao utilizar dados de EBITDA proporcional ou gerencial da CPFL Energia, a Ofertante utilizou também dados proporcionais ou gerenciais das dívidas líquidas de suas subsidiárias, porém calculando tais dívidas com base em metodologia utilizada pela CPFL Energia, desconsiderando a metodologia própria adotada em cada uma de suas subsidiárias; e*

*(iii) alternativamente aos ajustes na DJP que os Reclamantes entenderam serem necessários realizar, solicitaram então que fosse exigida “a aplicação do tratamento igualitário ao preço da OPA, nos termos do Item 70 da decisão do Colegiado, ou seja, mediante “utilização de metodologia baseada em cotação de ações em mercado para calcular o preço-alvo da CPFL-R, de modo a refletir o método de avaliação empregado em CPFL Energia”, acrescido do mesmo prêmio utilizado para a CPFL Energia”.*

*33. Com relação à questão colocada nos itens (i) e (iii) acima, entendemos que elas estão fora do escopo da Decisão do Colegiado da CVM, cuja determinação foi clara no sentido “de que a DJP seja reapresentada com os seguintes ajustes, a saber: utilização de dados anuais de EBITDA em substituição a trimestrais de modo a evitar distorções decorrentes de efeitos sazonais e incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento”.*

*34. Com base em tal decisão, entendemos que a determinação pela incorporação de uma visão prospectiva das Companhias tem o condão de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento (e não outras eventuais diferenças existentes), o que, a nosso ver, é capturado pelos dados de EBITDA das Companhias originados de seus orçamentos para os anos de 2016 a 2020, disponíveis à época da alienação de controle.*

*35. Por fim, com relação à questão colocada no item (ii) do parágrafo 32 acima, entendemos que tal questão perde o objeto na medida em que se atenda à determinação desta área técnica de se utilizar, na DJP, dados de EBITDA da CPFL Energia (orçamento 2016-2020) consolidados de acordo com o IFRS.*

*36. Não obstante, ainda que essa questão não tivesse perdido o objeto, as alegações apresentadas pela Ofertante sobre esse tema se mostraram coerentes, de modo que, ao se proporcionalizar dados de dívida líquida de subsidiárias de uma companhia, parece fazer sentido se utilizar de critério comum para o cálculo de tal dívida, dando uniformidade e coerência ao cálculo, independentemente dos critérios utilizados individualmente por cada uma de tais subsidiárias, que podem diferir entre si.”*

55. Finalmente, vale tecer os seguintes comentários adicionais em face à fundamentação apresentada por meio do Recurso:

(i) a utilização de critério de valor de mercado, conforme exposto no parágrafo 47, foi apenas mencionada pelo Colegiado da CVM como uma forma de se desincumbir dos ajustes solicitados, não cabendo à SRE exigir que tal critério seja obrigatoriamente utilizado pela Ofertante; e

(ii) a atual versão da DJP ao utilizar os EBITDA consolidados das Companhias com base em dados dos orçamentos 2016-2020 aprovados pelos respectivos conselhos de administração se coaduna à determinação do Colegiado da CVM de “(...) **incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento**”.

## **VI. Conclusão**

56. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ratificando nosso entendimento de que a determinação constante do Ofício nº 234/2018/CVM/SRE/GER-1 é suficiente para se atender à Decisão do Colegiado da CVM, que em reunião datada de 02/05/2018, estabeleceu que a "DJP seja [fosse] reapresentada com os seguintes ajustes, a saber: utilização de dados anuais de EBITDA em substituição a trimestrais de modo a evitar distorções decorrentes de efeitos sazonais e incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento".

[1] Considerada a média dos 60 pregões anteriores ao anúncio da transação. Se considerada a média dos 12 meses anteriores à transação, o **ágio é de 46,2%**.

[2] Considerada a média dos 60 pregões anteriores ao anúncio da transação. Se considerada a média dos 12 meses anteriores à transação, o **deságio é de 5,1%**.

[3] Decisão do Colegiado de 02 de maio de 2018, nos termos do voto proferido pelo Presidente Marcelo Barbosa.

[4] Vide item 8 do MEMO/SRE/GER-1/Nº 66/2007, que determinou uma série de ajustes no cálculo proposto pelo ofertante no Processo CVM RJ 2007/1996.

[5] As OPAs da Perdigão, Casa Anglo Brasileira e Fras-le referem-se a alienações de controle ocorridas na vigência do art. 254 da Lei das S.A., esta última com OPA formulada de acordo com o rito previsto na Instrução CVM 361.

Atenciosamente,

DIOGO LUÍS GARCIA  
Analista GER-1

GUSTAVO LUCHESE UNFER  
Gerente de Registros-1  
(em exercício)

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

Atenciosamente,

DOV RAWET  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 24/09/2018, às 17:28, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Gerente em exercício**, em 24/09/2018, às 17:29, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 24/09/2018, às 18:06, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 25/09/2018, às 21:34, 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](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0604180** e o código CRC **6D6A97E3**.  
This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0604180** and the "Código CRC" **6D6A97E3**.