



CPFL ENERGIA S.A.
Companhia Aberta
CNPJ/MF 02.429.144/0001-93 - NIRE 35.300.186.133

FATO RELEVANTE

A CPFL Energia S.A. ("CPFL Energia"), em atendimento ao disposto no art. 157, § 4º da Lei nº 6.404/76 ("Lei das S.A.") e na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") nº 358/02, vem comunicar aos seus acionistas e ao mercado em geral que sua controlada indireta CPFL Energias Renováveis S.A. ("CPFL Renováveis") divulgou, nesta data, Fato Relevante informando que recebeu da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE da Comissão de Valores Mobiliários – CVM o Ofício nº 114/2018/CVM/SRE/GER-1, cuja cópia segue em anexo, comunicando decisão do Colegiado da CVM, proferida naquela data, no sentido de dar parcial provimento ao recurso interposto contra decisão da área técnica da CVM no âmbito do processo de registro da oferta pública de aquisição de ações por alienação indireta do controle da CPFL Renováveis. O acolhimento parcial do recurso se deu para: "(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 [Demonstração Justificada de Preço] 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."

A CPFL Energia voltará a divulgar a seus acionistas e ao mercado em geral quaisquer desdobramentos relevantes que lhe sejam informados acerca do assunto objeto deste Fato Relevante.

Campinas, 03 de maio de 2018.

Gustavo Estrella

Diretor Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Ofício nº 114/2018/CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 02 de maio de 2018.

Ao Senhor

Cleomar Parisi

Banco Santander (Brasil) S.A.

Avenida Presidente Juscelino Kubitschek nº 2.041 e 2.235 (bloco A), 24º andar

São Paulo – SP

CEP.: 04543-011

E-mail: cparisi@santander.com.br

E-mail (Ofertante): shenqinjing@stategrid.com.cn

E-mail (BM&FBovespa): ana.pereira@b3.com.br; maiara.madureira@b3.com.br;
marcelo.heliodorio@b3.com.br; emissores@b3.com.br; nelson.ortega@b3.com.br

E-mail (Assessor Jurídico): carlosaugusto.junqueira@souzacescon.com.br

E-mail (CPFL Energias Renováveis S.A.): ri@cpflrenovaveis.com.br

Assunto: Comunicação de Decisão do Colegiado da CVM e outras providências - OPA por alienação de controle de CPFL Energias Renováveis S.A. - Processo CVM nº 19957.001656/2017-25

Prezado Senhor,

1. Referimo-nos ao expediente encaminhado à CVM em 07/03/2018, por State Grid Brazil Power Participações S.A., 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 Energias Renováveis S.A. ("Companhia").

2. A propósito, comunicamos que o Recurso foi submetido ao Colegiado da CVM, que, em reunião datada de 02/05/2018, decidiu pelo seu provimento parcial, conforme a Decisão abaixo reproduzida em sua íntegra:

"6. 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."

3. Dessa forma, em função da decisão supra, solicitamos que a Demonstração Justificada de Preço ("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".

4. Adicionalmente, solicitamos que os demais documentos da Oferta que façam menção à DJP sejam devidamente alterados, refletindo as alterações realizadas em função da Decisão

do Colegiado da CVM supra.

5. Ademais, reiteramos as seguintes exigências apresentadas por meio do Ofício nº 43/2018/CVM/SRE/GER-1:

“2.4. Contrato de Intermediação:

2.4.1. Preencher todas as lacunas que não dependam do registro da OPA na CVM; e

2.4.2. Encaminhar o Contrato de Intermediação devidamente assinado e registrado, de modo a atender ao disposto no item II. “d” do Anexo I da Instrução CVM 361.

2.5. Outros documentos e informações:

2.5.1. Encaminhar comprovante de aprovação para realização do leilão da OPA emitido pela B3, atendendo ao disposto no § 1º do art. 9º da Instrução CVM 361.”

6. Solicitamos, ainda, protocolar cópia da versão final do Instrumento de Oferta Pública, juntamente com versão marcada, nos termos do § 5º do artigo 9º da Instrução CVM 361, contemplando o atendimento à exigências acima formuladas, bem como enviar apenas as versões limpas (sem marcas), em formato “.doc” ou “.pdf”, para o endereço eletrônico ger-1@cvm.gov.br.

7. Determinamos ainda que a Companhia dê imediata publicidade à decisão constante do presente Ofício, observando a sua política de divulgação de informações.

8. Finalmente, comunicamos que o prazo para cumprimento ao presente Ofício encerrar-se-á em 04/06/2018, e que a resposta ao mesmo deve fazer menção ao número do Processo CVM nº 19957.001656/2017-25.

9. Necessitando esclarecimentos adicionais, entrar em contato com o analista Diogo Luís Garcia pelo telefone (21) 3554-8500.

Atenciosamente,

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros-1
Valores Mobiliários

DOV RAWET

Superintendente de Registro de



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 02/05/2018, às 21:36, 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 02/05/2018, às 21:42, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0506683** e o código CRC **742BC15F**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0506683** and the "Código CRC" **742BC15F**.*



CPFL ENERGIA S.A.
Publicly held Corporation
CNPJ 02.429.144/0001-93 - NIRE 353.001.861-33

MATERIAL FACT

CPFL Energia S.A. ("CPFL Energia"), in compliance with Article 157, §4º of Law n. 6.404/76 and CVM Rule n. 358/02, announces to its shareholders and to the market in general that its indirect controlled company, CPFL Energias Renováveis ("CPFL Renováveis") released a Material Fact on this date informing that received from the Superintendence of Securities Registries – SRE of the Brazilian Securities Commission (CVM) the Letter No. 114/2018/CVM/SRE/GER-1 – a copy of which is attached hereto –, announcing the decision issued by the Board of Commissioners of CVM, dated May 2, 2018, that partially upheld the appeal presented against the SRE decision within the registration procedure for the Mandatory Tender Offer due to the indirect transfer of control of CPFL Renováveis, in order to: "(i) review the SRE decision with respect to the determination of a minimum price threshold to be observed in the Tender Offer; and (ii) confirm SRE's determination to the resubmission of the 'Justified Statement of Price' with the following adjustments: the use of annual EBITDA information instead of quarterly information, to avoid distortions arising from seasonal effects and the incorporation of the companies' prospective views in order to reflect the difference between its growth expectations".

CPFL Energia will inform its shareholders and the market in general of any developments regarding the matter reported hereof that are communicated to the Company.

Campinas, May 3rd, 2018.

Gustavo Estrella
Chief Financial and Investor Relations Officer



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Ofício nº 114/2018/CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 02 de maio de 2018.

Ao Senhor

Cleomar Parisi

Banco Santander (Brasil) S.A.

Avenida Presidente Juscelino Kubitschek nº 2.041 e 2.235 (bloco A), 24º andar

São Paulo – SP

CEP.: 04543-011

E-mail: cparisi@santander.com.br

E-mail (Ofertante): shenqinjing@stategrid.com.cn

E-mail (BM&FBovespa): ana.pereira@b3.com.br; maiara.madureira@b3.com.br;
marcelo.heliodorio@b3.com.br; emissores@b3.com.br; nelson.ortega@b3.com.br

E-mail (Assessor Jurídico): carlosaugusto.junqueira@souzacescon.com.br

E-mail (CPFL Energias Renováveis S.A.): ri@cpflrenovaveis.com.br

Assunto: Comunicação de Decisão do Colegiado da CVM e outras providências - OPA por alienação de controle de CPFL Energias Renováveis S.A. - Processo CVM nº 19957.001656/2017-25

Prezado Senhor,

1. Referimo-nos ao expediente encaminhado à CVM em 07/03/2018, por State Grid Brazil Power Participações S.A., 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 Energias Renováveis S.A. ("Companhia").

2. A propósito, comunicamos que o Recurso foi submetido ao Colegiado da CVM, que, em reunião datada de 02/05/2018, decidiu pelo seu provimento parcial, conforme a Decisão abaixo reproduzida em sua íntegra:

“6. 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."

3. Dessa forma, em função da decisão supra, solicitamos que a Demonstração Justificada de Preço ("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".

4. Adicionalmente, solicitamos que os demais documentos da Oferta que façam menção à DJP sejam devidamente alterados, refletindo as alterações realizadas em função da Decisão

do Colegiado da CVM supra.

5. Ademais, reiteramos as seguintes exigências apresentadas por meio do Ofício nº 43/2018/CVM/SRE/GER-1:

“2.4. Contrato de Intermediação:

2.4.1. Preencher todas as lacunas que não dependam do registro da OPA na CVM; e

2.4.2. Encaminhar o Contrato de Intermediação devidamente assinado e registrado, de modo a atender ao disposto no item II. “d” do Anexo I da Instrução CVM 361.

2.5. Outros documentos e informações:

2.5.1. Encaminhar comprovante de aprovação para realização do leilão da OPA emitido pela B3, atendendo ao disposto no § 1º do art. 9º da Instrução CVM 361.”

6. Solicitamos, ainda, protocolar cópia da versão final do Instrumento de Oferta Pública, juntamente com versão marcada, nos termos do § 5º do artigo 9º da Instrução CVM 361, contemplando o atendimento à exigências acima formuladas, bem como enviar apenas as versões limpas (sem marcas), em formato “.doc” ou “.pdf”, para o endereço eletrônico ger-1@cvm.gov.br.

7. Determinamos ainda que a Companhia dê imediata publicidade à decisão constante do presente Ofício, observando a sua política de divulgação de informações.

8. Finalmente, comunicamos que o prazo para cumprimento ao presente Ofício encerrar-se-á em 04/06/2018, e que a resposta ao mesmo deve fazer menção ao número do Processo CVM nº 19957.001656/2017-25.

9. Necessitando esclarecimentos adicionais, entrar em contato com o analista Diogo Luís Garcia pelo telefone (21) 3554-8500.

Atenciosamente,

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros-1
Valores Mobiliários

DOV RAWET

Superintendente de Registro de



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 02/05/2018, às 21:36, 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 02/05/2018, às 21:42, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0506683** e o código CRC **742BC15F**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0506683** and the "Código CRC" **742BC15F**.*

