



CPFL Energias Renováveis S.A.
Companhia Aberta
CNPJ sob o nº 08.439.659/0001-50 e NIRE 35.300.335.813

FATO RELEVANTE

CPFL Energias Renováveis S.A. (CPRE3) (“CPFL Renováveis”) vem, em complemento aos avisos de fato relevante divulgados em 20 de fevereiro e 8 de março de 2018, informar aos seus acionistas e ao mercado em geral que, no dia 2 de maio de 2018, 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 Renováveis 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.

São Paulo, 03 de maio de 2018.

Alessandro Gregori Filho

Diretor 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 às 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 Energias Renováveis S.A.
Publicly Held Company
Corporate Taxpayer ID (CNPJ) 08.439.659/0001-50 and
Company Registry (NIRE) 35.300.335.813

MATERIAL FACT

CPFL Energias Renováveis S.A. (CPRE3) (“CPFL Renováveis”), as a complement to the notices of material facts disclosed on February 20, 2018 and March 8, 2018, hereby informs its shareholders and the market in general that, on May 2, 2018, it 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 hereto¹ –, 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”*.

¹ Free translation



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

São Paulo, May 3, 2018.

Alessandro Gregori Filho

Chief Financial and Investor Relations Officer



SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OF BRAZIL

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

Official Letter 114/2018/CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, May 2, 2018.

To Mr.

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

Email: cparisi@santander.com.br

Email (Offeror): shenqinjing@stategrid.com.cn

Email (BM&FBovespa): ana.pereira@b3.com.br; maiara.madureira@b3.com.br;
marcelo.heliodoro@b3.com.br; emissores@b3.com.br; nelson.ortega@b3.com.br

Email (Legal Assistant): carlosaugusto.junqueira@souzacescon.com.br

Email (CPFL Energias Renováveis S.A.): ri@cpflrenovaveis.com.br

Re.: Decision of the Board of Commissioners of CVM and other measures – Public Tender Offer for sale of control of CPFL Energias Renováveis S.A - CVM Proceeding no. 19957.001656/2017-25

Dear Sir,

1. This is in reference to the letter sent to CVM on 3/7/2018 by State Grid Brazil Power Participações S.A., regarding the appeal filed against the decision of this Superintendent's Office ("Appeal") in connection with the request for registration of the public tender offer ("Offer") for the indirect sale of control of CPFL Energias Renováveis S.A. ("Company").

2. We inform you that the Appeal was submitted to the Board of CVM, which, at a meeting held on 5/2/2018, decided to grant it partially, as per the Decision fully transcribed below:

**“6. APPEAL AGAINST THE DECISION OF THE SECURITIES
REGISTRATION SUPERINTENDENT (SRE) - PUBLIC TENDER OFFER
FOR SALE OF CONTROL OF CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A. -
STATE GRID BRAZIL POWER PARTICIPAÇÕES S.A. - PROC SEI
19957.001656/2017-25**

Reg. 1000/18

Rapporteur: SRE/GER-1

Commissioner Gustavo Gonzalez declared himself impeded and left the room while the case was being examined.

The Board Of Commissioners resumed the discussion on the matter, which had begun at the meeting of 3/27/2018.

It is regarding an appeal filed by State Grid Brazil Power Participações S.A (“Offeror” or “Appellant”) against the decision of the Securities Registration Superintendent (SRE) in connection with the request for registration of the public tender offer for the indirect sale of control of CPFL Energias Renováveis S.A. (“Company” or “CPFL-R”).

The decision appealed against, contained in Official Letter no. 41/2018/CVM/SRE/GER-1, stated that it was not possible to perform the consistency test on the price calculated using the “Justified Statement of Price” (“JSP”) – the document submitted to justify the price attributed to the Company during the indirect sale of its control – based on the valuation report (“Valuation Report”) prepared by Banco Fator S.A., and that the price per share resulting from the Justified Statement of Price for CPFL Renováveis (R\$12.20) was not supported by any of the prices calculated using a series of objective criteria and based on neutral data available at the time of sale of control of the Company (“Transaction”) and without any need for changes that could involve value judgment. Therefore, SRE understood that the price that would guarantee the non-controlling shareholders of the Company the same treatment given to the former controlling shareholder in connection with the sale of control would at least be equal to the lowest of the amounts obtained using said criteria, which, in this case, referred to the target prices published in the reports prepared by market analysts who valued the two companies prior to the Transaction (R\$16.69).

In its appeal, the Offeror presented the following main arguments:

- (i) the precedents of CVM would be clear: if there is a price established in the contract and a justified statement of price, CVM should confine itself to confirming the internal consistency of the method employed. Both requirements were duly fulfilled in this case;*
- (ii) SRE ignored the price established in the contract, which, as per CVM’s precedents, could have been done only if there was concrete evidence of fraudulent conduct, which was not the case, or if the valuation method employed by the Offeror was unusual or uncommon;*

(iii) the proportional EBITDA method employed by the Offeror is a common and valid valuation method, which was used consistently while calculating the price paid for CPFL-R. As such, it must be respected by SRE;

(iv) SRE asked the Offeror to submit a valuation report to test the consistency of the JSP. The Valuation Report corroborated the price set by the Offeror but it was rejected by SRE based on subjective opinion, without demonstrating technical flaws in the document that could justify its rejection.

(v) SRE then began an unrestricted valuation exercise, choosing its own methods and assumptions (which were similar to trying to determine the fair price of CPFL-R – which is not applicable to public tender offers such as this), without demonstrating the reason why the JSP was not appropriate;

(vi) as a result, SRE lost sight of the fact that the calculation of the price of CPFL-R must take into account what CPFL-R represents, proportionally, in the actual price that was paid for CPFL Energia S.A. (“CPFL Energia”). In other words, calculating an independent, ideal or fair price, as SRE did, is out of question in this case; and

(vii) SRE’s position creates instability in the market, violates relevant precedents and disregards the regulatory framework diligently defined and deliberated by the Board of Commissioners of CVM over the years.

In its analysis, as per Memorandum 17/2018-CVM/SRE/GER-1, SRE ratified its understanding and proposed to the Board of Commissioners that the order in Official Letter 41/2018/CVM/SRE/GER-1 be upheld and that the registration of the Offer be conditioned on the re-submission of its documentation with an increase in the Offer price to at least R\$16.69 per share, for the following reasons:

(i) it is CVM’s role, while analyzing the requests for registration of the Offers for indirect sale of control, to certify that the justified statement envisaged in article 29, item 6, of CVM Instruction 361/2002 was prepared reasonably, ensuring that the price attributed to the Company indirectly sold be equivalent to the price applied in the sale of control, whether 80%, as per Federal Law 6,404/1976, or up to 100%, as per B3’s Novo Mercado Regulations;

(ii) JSP did not use any methodology that considered the fundamental differences between the Companies, such that the result arrived at through said document for the amount attributed to CPFL- R in the sale of control of CPFL Energia does not meet the requirement of equitable treatment established in the regulation applicable to this case. Moreover, such amount could not be confirmed by any of the methodologies employed by the technical area during the test of consistency;

(iii) the Valuation Report contains assumptions that are not reasonable, which is why the consistency test could not be conducted on the calculated price through the JSP based on such report. Note that this conclusion was duly supported and within SRE’s authority, as the purpose of the Valuation Report was to help the technical area conduct the consistency test, but it proved unfit for such; and

(iv) the technical area worked within the responsibilities delegated to CVM while conducting the JSP consistency test, using objective criteria based on neutral data available at the time of the transaction and without any need for changes that could involve value judgment, and, therefore, such data was sufficient to conclude, within a degree of reasonability, that the Offer price should be increased to at least the lowest of the amounts

arrived at based on such criteria, to guarantee to the non-controlling shareholders of the Company treatment equitable to that given to the former controlling shareholder in connection with the sale of control.

Chairman Marcelo Barbosa, while casting his vote, stated that the resolution of this controversy requires the examination of complex issues concerning the limits and responsibilities of CVM within the ambit of the registration of a Public Tender Offer for indirect sale of control, a matter discussed by the Board of Commissioners on very few occasions. In addition to the issues connected with any process of registration of Offers for indirect sale, there are also specific issues pertaining to the case on hand, related to certain aspects of the methodology used in the JSP that were questioned by the technical area.

First, it pointed out that determining the Offer price without considering the original purchase and sale of control is not acceptable, such that no matter how the portion of the overall purchase price attributed to the indirect subsidiary is demonstrated, its reasonability must be demonstrated consistently from the technical standpoint.

Therefore, the fact that the price corresponding to CPFL-R is established in the contract could not be a determining factor. It is undoubtedly an element to be considered by the technical area while analyzing the Offer registration process. However, this analysis must be made jointly with the JSP, which is the main element to substantiate the technical area's opinion; both the contractual provision and the valuation report are secondary elements.

In this regard, the JSP is not only a formal requirement; its analysis must be detailed to an extent that the SRE must be able to decide whether the document could serve as a reasonable justification for the price the offeror intends to present in the Offer. On the other hand, any consideration that goes beyond the verification of its existence and reasonability would be beyond the scope of CVM's authority; it is not CVM's responsibility to replace the offeror in the task of determining the price, or even price range, to be used in the Offer for indirect sale.

However, the Offeror can demonstrate in the JSP that the price offered to the non-controlling shareholders of the subsidiary is duly linked to the amount paid for the shares issued by the parent company, ensuring them the equitable treatment required by law. In this regard, the Chairman stated that the most objective way to demonstrate this link – and less susceptible to questioning – would be to adopt the same valuation criteria for both the parent company and the subsidiary.

As for the methodology employed by the Offeror, he agreed with SRE's specific points of criticism. Based on the JSP and the terms in which it was presented, it is not possible to certify that the requirement of equitable treatment, applicable to the case on hand, was fulfilled. In practical terms, the Chairman stated that such equitable treatment could only be ensured in this case if the JSP was adjusted to include some outlook of the Company and the Offeror could, if it deemed appropriate, submit a new valuation report corroborating its adjustments. He also pointed out that one way to make such adjustments would be to use a methodology based on the market price of shares to calculate the target price of CPFL-R in order to reflect the valuation method employed for CPFL Energia.

Regarding the purpose of the valuation report, the Chairman highlighted that it is not a merely informative document but serves as the basis for CVM to determine whether the offer price complies with article 254-A, if the Commission is unable to come to conclusion solely based on the examination of the JSP. In this regard, it would be in the offeror's interest that the report to be submitted to CVM be prepared according to the best practices and that its

basis and conclusions be presented clearly and in a technically sound manner, since if CVM understands that the report does not meet the purpose for which it was requested (to enable the execution of the consistency test), it will have greater difficulty in proceeding with the request for registration. Nevertheless, CVM cannot order the valuation firm to take any action it is not comfortable with, as the valuation firm's independence is a rule that must be applied with regard to both the client and CVM.

Regarding the analysis of the report made by the SRE specifically, the Chairman agreed with the inconsistencies pointed out by the technical department regarding the method of using the perpetuity parameters and tax rates, as well as the choice of "comparable companies" made by the valuation firm.

The Chairman summarized his understanding in the following guiding principles:

(i) the purpose of the JSP (and the valuation report, when requested) is to help prove that the price proposed by the offeror to non-controlling shareholders of the subsidiary can be justified based on the calculations presented therein;

(ii) while analyzing the JSP and the valuation report, CVM should conduct an in-depth analysis as it deems necessary to form its opinion on the content of said documents;

(iii) equitable treatment is proven, usually and pursuant to the precedent set in the Arcelor Case, through the use of the same methodology for valuing the parent company directly sold and the subsidiary indirectly sold. If this is not possible, the offeror should use a methodology that maintains the necessary relation to the criteria used to determine the price of the parent company in order to demonstrate the equitable treatment set forth in article 254-A of Federal Law 6,404/76;

(iv) the valuation report envisaged in article 29, paragraph 6, item II of CVM Instruction 361/02 is a document prepared at the request of CVM to help in determining the JSP and must be the product of an independent and technical effort. The valuation firm/professional is assured of the right to consider their work done upon delivery and is not under any obligation to make adjustments with which they do not agree; and

(v) at the same time, CVM, if it considers that the report does not meet the purpose for which it was requested, shall be free to inform the offeror about it so that the offeror may decide what measures it plans to take in order to fulfill the requirement regarding the demonstration of the calculation of the price corresponding to the indirect sale of control.

Based on the above, the appeal is partially accepted, as follows:

(i) Modify SRE's decision regarding the determination of a minimum price to be used in the Public Tender Offer; and

(ii) Uphold SRE's determination that the JSP be restated with the following adjustments: use of annual EBITDA data in place of quarterly data in order to avoid distortions arising from seasonal effects and the inclusion of the outlook of the companies in order to reflect the differences in their growth expectations.

Finally, it is recommended that in cases of simultaneous requests for registration of the Public Tender Offer due to Sale of Control for both the company directly

sold and the company whose control is transferred indirectly, the approval of the request also happens jointly and simultaneously. Thus, it would be possible to avoid situations such as this, in which only one of the stages was concluded and the failure to continue the process and reverting to the prior status quo, if necessary, will prove too burdensome for the market and the parties involved.

Other members of the Board of Commissioners seconded the Chairman's statement."

3. As such, in view of the above decision, we request that the Justified Statement of Price ("JSP") "be restated with the following adjustments: use of annual EBITDA data in place of quarterly data in order to avoid distortions arising from seasonal effects and the inclusion of the outlook of the companies in order to reflect the differences in their growth expectations."

4. We also request that other Offer documents mentioning the JSP are duly modified to reflect the changes made on account of the above Decision of the Board of CVM.

5. In addition, we reiterate the following requirements made through Official Letter 43/2018/CVM/SRE/GER-1:

"2.4. Intermediation Agreement:

2.4.1. Complete all the blanks that do not depend on the registration of the Public Tender Offer with CVM; and

2.4.2. Submit the Intermediation Agreement duly signed and registered, in order to comply with item II. "d" of Appendix I of CVM Instruction 361.

2.5. Other documents and information:

2.5.1. Submit the proof of approval issued by B3 for holding the Public Tender Offer auction, in accordance with paragraph 1 of article 9 of CVM Instruction 361."

6. We also request you to send a copy of the final version of the Public Tender Offer, together with the version with track changes pursuant to paragraph 5, article 9 of CVM Instruction 361, including the compliance with the aforementioned requests, and also send the clean versions (unmarked), in ".doc" or ".pdf" format, to ger-1@cvm.gov.br

7. Furthermore, we ask the Company to immediately publish the decision in this Official Letter, in accordance with its information disclosure policy.

8. Lastly, we inform that the deadline for compliance with this Official Letter is June 4, 2018 and that the response to this letter should mention CVM Proceeding no. 19957.001656/2017-25.

9. If you need any additional clarifications, call Diogo Luís Garcia, analyst, at +55 (21) 3554-8500.

Sincerely,

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Securities Registration Manager-1

DOV RAWET
Superintendent of Securities Registration



Document signed electronically by **Raul de Campos Cordeiro, Manager**, on May 2, 2018, at 9:36 p.m., pursuant to article 6, paragraph 1, decree 8,539, dated October 8, 2015.



Document signed electronically by **Dov Rawet, Superintendent of Registrations**, on May 2, 2018, at 9:42 p.m., pursuant to article 6, paragraph 1, decree 8,539, dated October 8, 2015.



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

Referência: Processo nº 19957.001656/2017-25 Documento SEI nº 0506683