COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 17/2018-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 21 de março de 2018.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

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 07/03/2018 (documento 0453020) por State Grid Brazil Power Participações S.A. ("Ofertante", "Recorrente" ou "State Grid"), 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" ou "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 supramencionado foi interposto contra entendimento manifestado pela SRE por meio do Ofício nº 41/2018/CVM/SRE/GER-1 ("Decisão Recorrida"), de 20/02/2018 (documento 0442375), nos termos abaixo transcritos, após análise consubstanciada pelo Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1 (documento 0442368):

> *"(...)*
>
> *1. Referimo-nos aos expedientes protocolados na CVM em 19/01/2018, em resposta ao Ofício nº 427/2017/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício"), no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA" ou "Oferta") por alienação de controle de CPFL Energias Renováveis S.A. ("Companhia" ou "CPFL Renováveis").*
>
> *2. A propósito, após análise realizada com base na documentação encaminhada por meio dos expedientes supra, nos termos do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1 (anexo), concluímos que o laudo de avaliação ("Laudo de Avaliação"), elaborado pelo Banco Fator S.A. ("Avaliador"), no âmbito da Oferta, contém premissas que não consideramos razoáveis, de modo que entendemos não ser possível realizar o teste de consistência do preço calculado por meio da "Demonstração Justificada de Preço" (documento apresentado com vistas a justificar o preço atribuído à Companhia na alienação indireta de seu controle) com base no referido laudo.*
>
> *3. Ademais, após exercícios realizados por esta área técnica com a finalidade de verificar a consistência do preço atribuído à Companhia por meio da Demonstração Justificada de Preço, utilizando-se 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, foi possível obter os resultados resumidos por meio da tabela abaixo:*

Critério	Preço da OPA – Demonstração Justificada de Preço
Proporção do EBITDA 4 últimos trimestres anteriores à Transação	R$ 12,20
[redacted]	
Critério	**Preço da OPA – Exercícios Realizados**
Preço Alvo Analistas de Mercado	R$ 16,69
Preço médio ponderado dos 60 pregões anteriores à alienação	R$ 16,74
Proporção do EBITDA orçamento das Cias (2016-2020)	R$ 17,67
Preço Médio dos 12 meses anteriores à alienação	R$ 18,80
Patrimônio Líquido Contábil (1T/2016)	R$ 20,48

> *4. Com base em tais resultados, concluímos que o preço por ação resultante da Demonstração Justificada de Preço para CPFL Renováveis (R$ 12,20) não encontra respaldo em nenhum dos preços encontrados com a aplicação dos critérios acima adotados. Desse modo, dentro de uma razoabilidade, entendemos 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, refere-se aos preços-alvo divulgados em relatórios elaborados por analistas de mercado que avaliaram as duas companhias anteriormente à Transação (R$ 16,69).*
>
> *(...)"*

3. O Recurso, que foi protocolado tempestivamente, contou ainda com requerimento de efeito suspensivo quanto ao cumprimento da determinação constante do Ofício nº 41/2018/CVM/SRE/GER-1, nos termos do inciso V da Deliberação CVM nº 463/03.

4. Em 08/03/2018, a SRE encaminhou o Ofício nº 65/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0453592), concedendo efeito suspensivo ao Recurso, ficando suspenso o prazo para atendimento ao Ofício supra, até que o Colegiado da CVM decida o sobre o tema.

5. A alienação indireta de controle da Companhia ocorreu como consequência da aquisição, concluída em 23/01/2017, por 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.

6. 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.

7. 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 pelo Ofertante foi de R$ 12,20 por ação e seu pagamento será à vista em moeda corrente nacional.

8. O valor total da presente OPA, de acordo com o preço estabelecido pelo Ofertante, é de R$ 2.971.950.158,40, caso todas as ações objeto sejam alienadas, sem considerar a atualização de preço pela taxa SELIC prevista na minuta do Edital da Oferta.

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

10. Em atendimento ao disposto no inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, foi protocolada na CVM a demonstração justificada da forma de cálculo do preço (documento nº 0234615) atribuído às ações de emissão da Companhia no bojo da operação de alienação indireta de seu controle ("Demonstração Justificada de Preço").

11. 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 ("Contrato de Compra e Venda") na alienação de controle daquela companhia, e o preço de R$ 12,20 atribuído às ações de CPFL Renováveis após a utilização do critério da média da proporção do EBTIDA (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) das duas Companhias nos 4 trimestres anteriores à data de anúncio da alienação de controle de CPFL Energia (2º, 3º, 4º trimestres de 2015 e 1º trimestre de 2016).

12. O presente Memorando visa submeter à apreciação do Colegiado da CVM o Recurso, com as considerações que julgamos pertinentes a respeito das alegações apresentadas pela Recorrente, ratificando, como veremos, o entendimento desta área técnica, consubstanciado por meio do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, quanto à observância da regulamentação aplicável às OPA por alienação de controle de companhia aberta listada no Novo Mercado da B3, decorrente de alienação indireta de controle, especificamente com relação ao preço atribuído às ações de emissão da Companhia pela Ofertante, nos termos da Demonstração Justificada de Preço, se tal preço estaria assegurando aos demais acionistas tratamento igualitário àquele dado aos alienantes do controle de CPFL Renováveis.

13. Para tal, o presente documento está dividido em 6 seções, que serão apresentadas na sequência, quais sejam: "I. Histórico da Alienação de Controle", "II. Histórico do presente Processo", "III. Análise realizada no âmbito do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1", "IV. Alegações da Recorrente", "V. Nossas Considerações" e "V. Conclusão".

I. Histórico da Alienação de controle:

14. O histórico da alienação de controle indireta de CPFL Renováveis encontra-se descrito no item 1.2 da minuta do Edital da OPA (documento nº 0234615), que abaixo reproduzimos integralmente:

> *"Histórico: Em 1º de julho de 2016, conforme divulgado pela CPFL Renováveis e por sua controladora indireta, a CPFL Energia S.A. ("CPFL Energia") de acordo com fatos relevantes de referida data, uma das acionistas controladoras da CPFL Energia na época, Camargo Corrêa S.A. ("CCSA"), recebeu uma proposta da State Grid para aquisição da totalidade das ações da CPFL Energia detidas direta ou indiretamente pela CCSA que eram vinculadas ao acordo de acionistas da CPFL Energia celebrado em 22 de março de 2002, conforme alterado ("Acordo de Acionistas").*
>
> *Neste sentido, a CCSA e a State Grid celebraram um Letter Agreement vinculante, relativo à potencial aquisição, por uma ou mais subisidiárias da State Grid constituídas no Brasil, de 234.086.204 (duzentas e trinta e quatro milhões, oitenta e seis mil e duzentas e quatro) ações de emissão da CPFL Energia e de titularidade da subsidiária da CCSA, ESC Energia S.A. ("ESC"), que estavam vinculadas ao Acordo de Acionistas ("Ações ESC"), representativas de, aproximadamente, 23% (vinte e três por cento) do capital social da CPFL Energia. A CPFL Energia era (e ainda é) detentora de 259.748.799 (duzentas e cinquenta e nove milhões, setecentas e quarenta e oito mil, setecentas e setenta e nove) ações de emissão da CPFL Renováveis, representativas de, aproximadamente, 51,60% (cinquenta e um inteiros e sessenta centésimos por cento) do capital social da CPFL Renováveis ("Ações CPFL Renováveis").*
>
> *Conforme fatos relevantes divulgados pela CPFL Energia e pela CPFL Renováveis em 2 de setembro de 2016, a CCSA, a ESC, a State Grid e a State Grid Brazil celebraram um Contrato de Aquisição de Ações ("SPA") em 2 de setembro de 2016, cujos termos e condições regulam: (i) a venda direta ou indireta, por meio da venda de ações representativas de 100% (cem por cento) do capital social da ESC, das Ações ESC, pelo preço de aquisição de R$25,00 (vinte e cinco reais) por ação da CPFL Energia ("Preço por Ação Original"); (ii) a venda direta, também pelo Preço por Ação Original, de 5.869.876 (cinco milhões, oitocentas e sessenta e nove mil, oitocentas e setenta e seis) ações de emissão da CPFL Energia detidas diretamente pela CCSA, recebidas como bonificação sobre as ações vinculadas ao Acordo de Acionistas, representativas de, aproximadamente, 0,58% (cinquenta e oito centésimos por cento) do capital social da CPFL Energia ("Ações CCSA"); e, consequentemente, (iii) a transferência indireta, das Ações CPFL Renováveis detidas direta ou indiretamente pela CPFL Energia. Nos termos do SPA, o valor atribuído no âmbito da Transação (conforme abaixo definida) para cada uma das Ações da CPFL Renováveis direta ou indiretamente detidas pela CPFL Energia foi de R$12,20 (doze reais e vinte centavos) ("Preço por Ação da Transação").*
>
> *O SPA estabeleceu, ainda, certas condições precedentes para a efetivação da Transação, dentre as quais, a obtenção das aprovações necessárias do Conselho Administrativo de Defesa Econômica ("CADE") e da Agência Nacional de Energia Elétrica ("ANEEL"). Em conformidade com o previsto no Acordo de Acionistas, logo após a assinatura do SPA, foi assegurado aos acionistas da CPFL Energia que eram parte do Acordo de Acionistas a possibilidade de exercer: (i) o seu direito de preferência para a aquisição da totalidade das ações objeto da Transação que estavam vinculadas ao Acordo de Acionistas; ou (ii) o seu direito de venda conjunta (tag along) para vender, em conjunto com a CCSA e as subsidiárias relevantes da CCSA, a totalidade das ações de emissão da CPFL Energia de suas respectivas titularidades que estavam vinculadas ao Acordo de Acionistas, bem como as ações bonificadas recebidas sobre tais ações da CPFL Energia desde 1º de janeiro de 2016, pelo mesmo preço por ação, e sujeitas às mesmas condições oferecidas à CCSA.*
>
> *Em 22 de setembro de 2016, a CPFL Energia divulgou fato relevante informando que foi publicada no Diário Oficial da União a decisão do Superintendente Geral do CADE aprovando, sem restrições, o Ato de Concentração nº 08700.006319/2016-39, autorizando a Transação, nos termos acima descritos.*
>
> *Em 23 e 28 de setembro de 2016, a CPFL Energia e a CFPL Renováveis divulgaram fatos relevantes informando que o direito de venda conjunta (tag along) havia sido exercido, respectivamente, pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ ("Previ") e pela Energia São Paulo Fundo de Investimento em Ações ("Energia SP"), 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 (os investidores da Energia SP, "Acionistas Bonaire", e, em conjunto com CCSA, e suas subsidiárias relevantes e Previ, "Acionistas Vendedores"), para vender, em conjunto com a CCSA e/ou suas subsidiárias relevantes, a totalidade de suas participações acionárias vinculadas ao Acordo de Acionistas, bem como as ações bonificadas recebidas sobre ações da CPFL Energia desde 1º de janeiro de 2016 (as ações a serem vendidas pela Previ e pelos Acionistas Bonaire, em conjunto com as Ações CCSA e as Ações ESC, "Ações Alienadas CPFL Energia"). Em 6 de outubro de 2016 e 13 de outubro de 2016, respectivamente, a Previ e os Acionistas Bonaire aderiram ao SPA na qualidade de vendedores (a venda das Ações Alienadas CPFL Energia pelos Acionistas Vendedores doravante designada "Transação").*
>
> *Em 23 de novembro de 2016, a CPFL Energia e a CPFL Renováveis divulgaram em fato relevante que, naquela mesma data, o requerimento para a Agência Nacional de Energia Elétrica ("ANEEL") para autorização da transferência das ações de emissão da CPFL Energia de titularidade dos Acionistas Vendedores para a State Grid Brazil ("Aprovação ANEEL") havia sido apresentado. Em 13 de dezembro de 2016, a CPFL Energia e a CPFL Renováveis divulgaram em fatos relevantes que a última condição precedente para conclusão da Transação, a Aprovação ANEEL, havia sido satisfeita, acarretando na transferência indireta das ações de emissão da CPFL Renováveis de titularidade direta ou indireta da CPFL Energia para a State Grid Brazil. Adicionalmente, de modo a assegurar que a Ofertante seria capaz de implementar os arranjos financeiros necessários para realizar tempestivamente o pagamento devido, os Acionistas Vendedores e a Ofertante concordaram em postergar o fechamento da Transação até o dia 23 de janeiro de 2017.*
>
> *Dessa forma, em 23 de janeiro de 2017, conforme divulgado pela CPFL Energia e pela CPFL Renováveis em fatos relevantes da mesma data, ocorreu o fechamento da Transação em tal dia e, como resultado, a State Grid Brazil adquiriu dos Acionistas Vendedores, direta e indiretamente, 556.164.817 (quinhentas e cinquenta e seis milhões, cento e sessenta e quatro mil, oitocentas e dezessete) ações ordinárias de emissão da CPFL Energia, representativas de aproximadamente 54,64% (cinquenta e quatro inteiros e sessenta e quatro centésimos por cento) de seu capital votante e total, a um preço, após os ajustes descritos no SPA, equivalente a R$ 25,51 (vinte e cinco reais e cinquenta e um centavos) por ação ("Preço por Ação da Transação CPFL Energia"), totalizando aproximadamente R$14,19 bilhões. CPFL Energia era (e ainda é) detentora de 259.748.799 (duzentas e cinquenta e nove milhões, setecentas e quarenta e oito mil, setecentas e noventa e nove) ações de emissão da CPFL Renováveis, representativas de, aproximadamente, 51,60% (cinquenta e um inteiros e sessenta centésimos por cento) de seu capital votante e total. O Preço por Ação da Transação CPFL Energia foi pago à vista e em moeda corrente nacional na data de fechamento da Transação.*
>
> *Para fins de esclarecimento, as Ações ESC foram adquiridas indiretamente pela State Grid Brazil, por meio da aquisição de ações representativas de 100% (cem por cento) do capital social da ESC. O valor implícito pago por cada ação da CPFL Energia detida pela ESC corresponde ao Preço por Ação da Transação, dado que: (i) a ESC era a legítima titular e beneficiária de 234.086.204 (duzentas e trinta e quatro milhões, oitenta e seis mil, duzentas e quatro) ações ordinárias de emissão da CPFL Energia; (ii) a State Grid Brazil pagou pelas ações representativas de 100% (cem por cento) do capital social da ESC o Preço por Ação da Transação multiplicado por 234.086.204 (duzentas e trinta e quatro milhões, oitenta e seis mil, duzentas e quatro); e (iii) na data de fechamento, a ESC não detinha outros ativos ou obrigações relevantes que não as ações da CPFL Energia.*

Adicionalmente, conforme fato relevante de 16 de fevereiro de 2017, a CPFL Renováveis divulgou: (a) a intenção da State Grid Brazil de promover o cancelamento do registro categoria "A" da CPFL Renováveis, através da sua conversão para a categoria "B" ("Conversão de Categoria") e a saída da Companhia do segmento especial de listagem da B3 chamado Novo Mercado ("Saída do Novo Mercado"); e (b) que a State Grid Brazil reservava-se o direito de retirar a Conversão de Categoria e a Saída do Novo Mercado caso o preço a ser oferecido na OPA obrigatória, como resultado da alienação de controle da Companhia, fosse inferior ao valor justo das ações da Companhia, apurado em laudo de avaliação, de acordo com a regulamentação aplicável. Em 23 de fevereiro de 2017, a CPFL Renováveis divulgou fato relevante informando que a Ofertante havia apresentado os documentos da OPA à CVM.

Em 10 de março de 2017, uma reunião do Conselho de Administração da CPFL Renováveis foi realizada e uma lista tríplice composta pelas seguintes instituições financeiras de primeira linha foi aprovada: (i) Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.; (ii) BNP Paribas Brasil S.A.; e (iii) Deutsche Bank S.A. – Banco Alemão. Os nomes dessas instituições financeiras especializadas na avaliação econômica de companhias abertas foram submetidos à assembleia geral de acionistas da Companhia para que os titulares das ações em circulação (conforme definido nas regulamentações aplicáveis) da Companhia escolhessem a instituição financeira responsável pela elaboração do laudo de avaliação independente do valor econômico das ações de emissão da Companhia ("Laudo de Avaliação"), para fins da Conversão de Categoria e da Saída do Novo Mercado em atendimento ao disposto na Lei das S.A., na Instrução CVM 361 e no Regulamento do Novo Mercado.

Em 27 de março de 2017, foram aprovadas pela Assembleia Geral de Acionistas da CPFL Renováveis as seguintes matérias: (i) a escolha do Deutsche Bank S.A. – Banco Alemão ("Avaliador"), para elaboração do Laudo de Avaliação; (ii) a Conversão de Categoria da Companhia, sujeita ao atingimento do quórum requerido de 2/3 de aceitação; e (iii) a Saída do Novo Mercado pela Companhia, que ocorreria independentemente da Conversão de Categoria.

Em 07 de julho de 2017, a Companhia divulgou fato relevante informando que a State Grid Brazil somente prosseguiria com a OPA obrigatória em razão da aquisição de controle indireto da Companhia, conforme artigo 254-A da Lei das S.A. (...)"

II. Histórico do Processo

15. Em 22/02/2017, a Ofertante protocolou na CVM pedido de registro de OPA (documento nº 0234612), unificando as modalidades "por alienação de controle", "para cancelamento de registro" (com vistas à conversão da categoria A para B) e "voluntária" (para saída do Novo Mercado da B3). Na carta que roteirizou o protocolo, constou a afirmação de que *"(ii) o Laudo de Avaliação será encaminhado oportunamente a essa D. Autarquia, tão logo seja concluído*".

16. Em 02/03/2017, encaminhamos o Ofício nº 55/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0235908), comunicando que o prazo de que trata o § 2º do art. 9º da Instrução CVM nº 361/02 para análise da OPA somente passaria a fluir a partir da data do protocolo de toda a documentação que possibilitasse a compreensão e exame da OPA.

17. Em 09/06/2017, foi protocolada reclamação na CVM a respeito do preço atribuído pela Ofertante às ações de emissão de CPFL Renováveis nos termos da Demonstração Justificada de Preço ("Reclamação"), reclamação essa elaborada pelos acionistas 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, IFC - International Finance Corporation e Secor LLC ("Reclamantes").

18. Tal reclamação ensejou a instauração do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34, onde estão sendo tratadas todas as manifestações adicionais realizadas em seu âmbito (incluindo diversos pareceres apresentados pelas partes - documentos 0332695 e 0350166), tanto pelos Reclamantes, quanto pelas partes envolvidas na realização da Oferta (Ofertante, Companhias e Banco Fator S.A. – "Avaliador"), cujo conteúdo foi por nós considerado na análise consubstanciada por meio do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE /GER-1, bem como naquela que será realizada no presente Memorando.

19. Cabe ressaltar que, posteriormente ao protocolo da Reclamação, Secor LLC vendeu as ações de emissão da Companhia que detinha, deixando assim de ser parte da Reclamação.

20. Em 12/06/2017, encaminhamos o Ofício nº 152/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0300333) com o seguinte comunicado ao Ofertante:

> "*A propósito, tendo em vista que (i) a "alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia (...)", nos termos do caput do art. 254-A da Lei 6.404/76; (ii) o disposto § 2º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/01, prevê o prazo de 30 dias, a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle, para apresentação à CVM do requerimento de registro da OPA por alienação de controle, e (iii) desde a data da celebração do referido instrumento definitivo no presente caso (23/01 /2017), já se passaram 140 dias, determinamos que seja protocolado na CVM o laudo de avaliação da Companhia, no âmbito da OPA Unificada ou, alternativamente, que seja protocolizada a documentação ajustada da Oferta de forma a prever somente a modalidade "por alienação de controle".*"

21. Em 10/07/2017, a Companhia publicou Fato Relevante (documento nº 0316201), informando que State Grid desistiu da realização de OPA unificada, prosseguindo somente com o pedido de registro de OPA na modalidade "por alienação de controle".

22. Em 12/07/2017, em atendimento ao Ofício nº 152/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0318929), a Ofertante protocolou expediente com novas versões dos documentos da OPA, contemplando a desistência em prosseguir com a realização de OPA unificada.

23. Em 11/08/2017, encaminhamos o Ofício nº 232/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0337425), comunicando exigências a serem atendidas no âmbito do pedido de registro da OPA. Entre as exigências comunicadas no referido Ofício, a exigência 2.3.1. tratou especificamente da Demonstração Justificada de Preço, nos seguintes termos:

> *"O preço de R$12,20 (doze reais e vinte centavos) por ação atribuído à CPFL Renováveis também foi indicado no CCV da Transação (o "Preço CPFL-RE"). A State Grid International derivou o Preço CPFL-RE a partir do Preço Negociado utilizando a proporção do EBITDA da CPFL Renováveis em relação ao EBITDA da CPFL Energia. Durante os quatro trimestres prévios (2T15-1T16), o EBITDA da CPFL Renováveis representou, em média, 26,2% (vinte e seis vírgula dois por cento) do EBITDA da CPFL Energia (...)".*
>
> *Primeiramente, esclarecemos nosso entendimento de que a utilização de dados anuais, ao invés de trimestrais, a princípio, evita a interferência de possíveis efeitos sazonais na comparação de EBITDA realizada na Demonstração Justificada de Preços.*
>
> *Dito isso, ao analisarmos os dados financeiros da Companhia disponíveis no sistema Economática, verificamos que nos 11 trimestres anteriores à divulgação da Transação (do 3º trimestre de 2013 ao 1º trimestre de 2016), o EBITDA de 12 meses da Companhia cresceu a uma taxa de aproximadamente 6% a.a., enquanto o EBITDA da CPFL Energia S.A. ("CPFL Energia") cresceu a uma taxa de aproximadamente 0,72% a.a. no mesmo período.*
>
> *Ao realizar esse mesmo exercício considerando um período mais recente (do 2º trimestre de 2015 ao 1º trimestre de 2016 – mesmo período utilizado na Demonstração Justificada de Preços), verifica-se que o EBITDA de 12 meses da Companhia cresceu a uma taxa de aproximadamente 9,24% a.a., enquanto o EBITDA da CPFL Energia decresceu a uma taxa de aproximadamente 1,23% a.a. no mesmo período.*
>
> ***Verifica-se que a metodologia utilizada na Demonstração Justificada de Preço para se chegar ao valor atribuído na aquisição indireta da CPFL Renováveis, a princípio, não incorpora essa diferença observada entre os crescimentos dos EBITDA das duas companhia, uma vez que não faz qualquer ajuste nesse sentido ao se utilizar dos EBITDA referentes aos quatro últimos trimestres anteriores à Transação.***
>
> *Sobre a utilização de estimativas, verificamos no documento protocolado pela Ofertante em 04/07/2017, em resposta à reclamação datada de 09/06/2017, no âmbito do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34, a seguinte argumentação:*
>
> > *"Suposto uso incorreto de parâmetros históricos: os Reclamantes criticaram o uso do EBITDA histórico ao invés do EBITDA prospectivo/futuro. Esse argumento simplesmente ignora que a alocação de preço foi realizada com o propósito de determinar o valor atribuído às ações da CPFL Renováveis como parte do preço pago pelas ações da CPFL Energia. É importante destacar que a State Grid não utilizou parâmetros prospectivos ou futuros para determinar o preço da CPFL Energia, e, portanto, por consistência metodológica, não seria correto ou prudente utilizar projeções para determinar o valor implícito das ações da CPFL Renováveis. Além disso, durante a negociação de preço, a State Grid sequer teve acesso a planos de negócios de longo prazo elaborados pela administração da CPFL Energia e de suas subsidiárias, inclusive a CPFL Renováveis, para poder auferir corretamente uma estimativa dos resultados futuros dessas companhias. Também deve ser destacado que, independentemente das*

características intrínsecas do negócio da CPFL Renováveis, o processo de elaboração de projeções para a CPFL Renováveis, ou qualquer outra companhia, não está livre de margens significativas de erros e riscos, como é amplamente sabido. Isso é evidenciado pelas projeções dos analistas de equity research que divulgaram os relatórios de Início de Cobertura da CPFL Renováveis na época de seu IPO. (...) o EBITDA projetado para o ano de 2014 (primeiro ano após o IPO) foi, em média, 32% superior ao valor efetivamente realizado e reportado pela CPFL Renováveis."

Quanto ao trecho acima, ainda que a Ofertante tenha afirmado que "não utilizou parâmetros prospectivos ou futuros para determinar o preço da CPFL Energia", não é razoável que a aquisição da referida companhia não teve por base a expectativa futura dos resultados a serem por ela obtidos, de modo que o preço pago na Transação não poderia, em nosso entendimento, ter ignorado tal expectativa.

Com base no acima exposto, de modo a que seja garantido o tratamento igualitário entre os antigos controladores e os demais acionistas previsto pela regulamentação aplicável ao presente caso, solicitamos:

(i) promover os ajustes necessários na Demonstração Justificada de Preço de forma a incorporar, na metodologia utilizada, a diferença na expectativa de crescimento do EBITDA das duas companhias (CPFL Energia e CPFL Renováveis), bem como outras eventuais diferenças entre as companhias, justificando todos os ajustes realizados nesse sentido, ou fundamentar a desnecessidade de se realizar tais ajustes; e

(ii) ajustar a Demonstração Justificada de Preço utilizando dados anuais de EBITDA (e não trimestrais) na metodologia empregada, de modo a expurgar distorções provenientes de eventual sazonalidade constante dos dados trimestrais, ou fundamentar a sua desnecessidade."

24. Em 21/08/2017, encaminhamos o Ofício nº 246/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0343643), com a seguinte retificação ao Ofício nº 232/2017/CVM/SRE/GER-1:

"*A propósito, em aditamento à exigência 2.3.1 do Ofício, comunicamos que onde se lê "a.a.", nos trechos que fazem menção ao crescimento do EBITDA de 12 meses da Companhia, deve-se ler "ao trimestre*".

25. Em 06/09/2017, a Ofertante protocolou expediente (documento nº 0356650) em atendimento ao Ofício nº 232/2017/CVM/SRE/GER-1, que comunicou exigências a serem atendidas no âmbito da análise do pedido de registro da OPA, encaminhando versões completas de pareceres (documento 0356651) inicialmente apresentados no âmbito do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34.

26. Em 29/09/2017, encaminhamos os Ofícios nºs 324/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0368229) e 325/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0368241) ao Deutsche Bank S.A. - Banco Alemão e Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A., respectivamente, instituições escolhidas pelos titulares de ações em circulação para elaborar os laudos de avaliação de CPFL Renováveis e CPFL Energia, respectivamente, quando o Ofertante ainda tinha a intenção de realizar OPA unificada, solicitando as informações e documentos fornecidos pelas Companhias para o início da elaboração dos referidos laudos.

27. Em 04/10/2017, Deutsche Bank S.A. - Banco Alemão e Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. protocolaram expedientes (documentos nºs 0370981 e 0371566, respectivamente), em atendimento aos Ofícios nºs 324/2017/CVM/SRE/GER-1 e 325/2017/CVM/SRE/GER-1.

28. Em 05/10/2017, encaminhamos o Ofício nº 338/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0371097), reiterando exigências a serem atendidas no âmbito do pedido de registro da OPA. Entre as exigências reiteradas no referido Ofício, a exigência 2.3.1. tratou especificamente da Demonstração Justificada de Preço, nos seguintes termos:

"*2.3.1. Em face da resposta fornecida à presente exigência e considerando que:*

(i) Nos termos do voto da Diretora-Relatora Maria Helena Santana, no âmbito do recurso interposto por Mittal Steel Company N. V. contra decisão da SRE sobre o pedido de registro da OPA por alienação indireta de controle de Arcelor Brasil S.A. (Processo CVM nº RJ-2007-1996), o qual foi acompanhado pelo Colegiado da CVM, em decisão datada de 21/03/2007, a previsão constante do § 6º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/02 "confere à CVM (...) não o direito, mas a obrigação de avaliar, como condição para a concessão do registro da OPA, primeiramente, se foi efetivamente apresentada uma demonstração e, em seguida, se essa demonstração pode ser considerada justificada";

(ii) O inciso II do § 6º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/02 faculta à CVM, "dentro do prazo previsto no § 2º do art. 9º, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto". Tal laudo, conforme se verifica do Edital de Audiência Pública nº 02/10, que deu origem à Instrução CVM nº 487/10 (modificadora da Instrução CVM 361), teria o condão de permitir à CVM realizar "testes de consistência do demonstrativo de preço". Tal teste de consistência, para ser realizado com efetividade no caso concreto, demandaria a elaboração de laudos de avaliação das companhias diretamente e indiretamente alienadas, em linha com entendimento manifestado pela então Presidente da CVM Maria Helena Santana, no âmbito do recurso contra indeferimento do pedido de registro de OPA por alienação do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A. (Processo CVM nº RJ-2008-252), em decisão datada de 04/03/2008, nos seguintes termos: "Quanto ao laudo de avaliação com base no valor econômico elaborado pela Ernst & Young, por ser baseado em um critério tão frequentemente utilizado para a avaliação de empresas, seria possível pensar que deveria ser aceito pela CVM para demonstração justificada do valor atribuído à parcela da empresa brasileira no negócio vendido. Ocorre que, não sendo disponível a eventual avaliação a valor econômico de toda a companhia vendida, não é possível realizar qualquer teste de consistência, para verificar se o preço que se propõe agora para os minoritários corresponde a 80% do que seria a participação proporcional da Companhia no valor econômico daquela que teve o controle alienado" .

Solicitamos que nos sejam encaminhados laudos de avaliação das companhias CPFL Energia S.A. e CPFL Energias Renováveis ("Companhias"), elaborados nos termos da Instrução CVM 361, utilizando-se das premissas válidas à data da definição do preço pago no âmbito da alienação de controle das Companhias, com vistas a permitir a realização do teste de consistência da Demonstração Justificada de Preço apresentada no presente caso".

29. Em 23/10/2017, foi protocolada na CVM a cópia de uma carta (documento nº 0379817) elaborada por membros do conselho de administração da CPFL Renováveis, quais sejam, os Senhores Andre Franco Sales, Oderval Esteves Duarte Filho e William Schmidt Ogalha, encaminhada à Companhia, apresentando questionamentos sobre os dados fornecidos pela mesma para a elaboração do laudo de avaliação de CPFL Energia e CPFL Renováveis, previsto no inciso II do §6º do art. 29 da Instrução CVM 361 ("Laudo de Avaliação").

30. Em 24/10/2017, encaminhamos o Ofício nº 366/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0380299), solicitando que a Ofertante e a Companhia encaminhassem à CVM manifestação sobre as questões abordadas na carta referida acima, à luz do art. 8º-A da Instrução CVM nº 361/02.

31. Em 27/10/2017, a Companhia protocolou expediente (documento nº 0382266) em atendimento ao Ofício nº 366/2017/CVM/SRE/GER-1, informando que até aquele momento não havia sido informada sobre a contratação de instituição para elaborar o Laudo de Avaliação.

32. Em 31/10/2017, a Ofertante protocolou expedientes: (i) em atendimento ao Ofício nº 366/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0384213), informando que ainda não havia sido possível contratar instituição para elaborar do Laudo de Avaliação, por conta da recusa inesperada por parte de duas instituições que apresentaram inicialmente interesse em realizar o trabalho; e (ii) com solicitação de prorrogação do prazo para atendimento ao Ofício nº 338/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0384207).

33. Em 03/11/2017, encaminhamos o Ofício nº 378/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0385447), prorrogando o prazo para atendimento ao Ofício nº 338/2017/CVM/SRE /GER-1 e solicitando que fossem informados os nomes das instituições que haviam se recusado a elaborar laudo de avaliação das Companhias.

34. Em 07/11/2017, encaminhamos o Ofício nº 380/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0386691), em aditamento ao Ofício nº 378/2017/CVM/SRE/GER-1, retificando o prazo informado no referido Ofício.

35. Em 08/11/2017, a Ofertante protocolou expediente na CVM (documento 0389587), com solicitação de tratamento confidencial (considerando a confidencialidade das tratativas mantidas entre a Ofertante e tais instituições), em resposta ao Ofício nº 378/2017/CVM/SRE/GER-1, informando os nomes das duas instituições que haviam se recusado a preparar o laudo de avaliação das Companhias.

36. Em 14/11/2017, encaminhamos às referidas instituições os Ofícios nºs 394/2017/CVM/SRE/GER-1 e 395/2017/CVM/SRE/GER-1 (documentos 0390518 e 0390536), os quais constam como confidenciais no Processo, solicitando que informassem os motivos que levaram-nas a recusar o serviço de elaboração do laudo de avaliação das Companhias.

37. Em 21/11/2017 e em 24/11/2017, foram protocoladas na CVM respostas aos Ofícios supra (documentos 0392848 e 0401111), por meio dos quais as referidas instituições informaram que se recusaram a elaborar o laudo de avaliação das Companhias por razões que envolviam essencialmente questões de cunho comercial, escopo e prazo para a realização do trabalho.

38. Em 23/11/2017, a Ofertante protocolou expediente (documento nº 0394947), em atendimento ao Ofício nº 338/2017/CVM/SRE/GER-1, que reiterou exigências a serem

atendidas no âmbito da análise do pedido de registro da OPA, tendo entre seus anexos o Laudo de Avaliação solicitado, elaborado pelo Banco Fator S.A. ("Avaliador").

39. Em 20/12/2017, encaminhamos o Ofício nº 427/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0410307), comunicando exigências sobre o Laudo de Avaliação a serem atendidas no âmbito do pedido de registro da OPA. Entre as exigências constantes do referido Ofício, destacamos as seguintes:

> *"2.6.2. Solicitamos ao Avaliador (inserindo as informações prestadas no Laudo):*
>
> *Fundamentar a afirmação constante da página 7 do Laudo de que "o preço médio ponderado das ações na B3 não reflete corretamente o valor da CPFL Energia devido à baixa liquidez das ações", considerando a elevada liquidez das ações de emissão da CPFL Energia S.A. ("CPFL Energia"), que, inclusive, compõem o Ibovespa, fato que é reconhecido também pelo Ofertante, conforme se verifica no seguinte trecho da Demonstração Justificada de Preço: "(...) 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. As ações da CPFL Energia historicamente apresentaram liquidez relevante, equivalente a um valor médio de negociação diária de R$41,2 milhões nos últimos doze meses ("UDM") anteriores a 1º de julho de 2016, portanto, o preço das ações da CPFL Energia no mercado poderia ser considerado como uma referência válida para avaliar o valor da CPFL Energia."*
>
> *Ademais, solicitamos justificar, considerando os fatos acima expostos, o motivo pelo qual entendeu que o critério do preço médio ponderado não é o mais adequado na definição do preço justo das ações de CPFL Energia, com fulcro no item XIII (c) do Anexo III da Instrução CVM 361.*
>
> *Adicionalmente, ainda levando-se em conta a elevada liquidez das ações de emissão de CPFL Energia, solicitamos apresentar os motivos pelos quais o Avaliador entendeu ser consistente o resultado de sua avaliação, considerando a disparidade entre o valor por ele encontrado no Laudo (entre R$ 24,43 e R$ 26,87) e o valor refletido pelo preço de mercado à época da divulgação da alienação de controle (R$ 20,56 em 01/07/2016);"*
>
> *"2.6.5. Fundamentar a razão de se prever perpetuidade dos fluxos de caixa para as distribuidoras e comercializadoras, e não para as transmissoras e geradoras (página 35), considerando que todas são concessões públicas e observando o que prevê a alínea "d" do inciso XIV do anexo III da Instrução CVM 361, inserindo tal esclarecimento no Laudo;"*
>
> *"2.6.6. Fundamentar a utilização de crescimento real de 2% ao ano na perpetuidade para as distribuidoras e para a holding, justificando as premissas utilizadas. Nesse sentido, solicitamos ainda demonstrar a suficiência do Capex projetado para suportar esse crescimento real, inserindo as informações prestadas no Laudo;"*
>
> *"2.6.12. Inserir no Laudo justificativa para a escolha das empresas utilizadas como comparáveis à CPFL Energia, para fins da avaliação por múltiplos e do cálculo do beta desalavancado, considerando a afirmação constante da página 40 de que "A relação de empresas comparáveis considera companhias com porte e liquidez semelhantes à CPFL Energia, de modo que não fez-se necessário ajustes aos múltiplos", combinada com o fato de as companhias comparáveis selecionadas apresentarem portes, medidos pela capitalização de mercado, muito diversos umas das outras.*
>
> *Ademais, inserir no Laudo fundamentação quanto à escolha pela utilização de apenas uma companhia nacional como comparável à CPFL Energia, considerando a existência de outras companhias atuantes no setor elétrico nacional, como Energisa, Equatorial, Cemig, Light, Copel e Eletropaulo;"*
>
> *"2.6.18. Considerando as seguintes afirmações constantes das páginas 77 e 78:*
>
> *(i) "O Fator utilizou as informações gerenciais das Companhias, disponibilizadas por escrito ou por meio de discussão com representantes das Companhias **e/ou da Ofertante**, que entendeu serem consistentes, verdadeiras, íntegras, precisas e razoáveis"(grifo nosso);*
>
> *(ii) "**A Ofertante** e as Companhias asseguraram ao Fator que: (i) todas as informações disponibilizadas referentes a 31 de março de 2016 foram preparadas de forma razoável e refletem as melhores estimativas e avaliações à época e o melhor juízo das Companhias por parte da administração das Companhias quanto ao seu desempenho financeiro futuro (...)".*
>
> *(iii) "Relatórios e dados fornecidos pela **Ofertante**"*
>
> *Solicitamos ao Avaliador especificar quais foram as informações e dados passados pela Ofertante acima mencionados.*
>
> *Ademais, solicitamos que, anteriormente ao atendimento da presente exigência, tais informações e dados sejam encaminhados à CPFL Energia e à CPFL Renováveis, para que confirmem à CVM, em atendimento ao presente Ofício, que as informações passadas pela Ofertante no âmbito da elaboração do Laudo refletem as projeções e perspectivas paras as referidas companhias **à época da alienação de controle**."*

40. Em 19/01/2018, foram protocolados expedientes pela Ofertante, pelas Companhias e pelo Avaliador (documentos nºs 0425464, 0425464, 0425487, 0425492, 0425658, 0425664, 0428968 e 0428970), em atendimento ao Ofício nº 427/2017/CVM/SRE/GER-1, alguns deles recebidos em condição de confidencialidade, nos termos do § 2º do art. 5º do Decreto nº 7.724/2012.

41. Em 16/02/2018, a B3 encaminhou o Ofício 46/2018-DRE (documento 0441406) à Ofertante, com cópia para a CVM, manifestando-se a respeito da Demonstração Justificada de Preço, nos seguintes termos:

> *"Fazemos referência à "Justificativa do preço atribuído à CPFL Renováveis" apresentada no âmbito da alienação de controle da CPFL Energia S.A. e consequentemente alienação indireta de controle da CPFL Energias Renováveis S.A. (CPFL-R), bem como à oferta pública de aquisição de ações (OPA) de emissão da CPFL-R decorrente desta alienação indireta de controle.*
>
> *Salientamos que a referida alienação e necessidade de realização de oferta pública de aquisição não se insere apenas no contexto do Regulamento do Novo Mercado, em seu item 8.1 em vigor à época, mas em especial, no âmbito do previsto no art. 254-A da Lei nº 6.404/76, sendo a Comissão de Valores Mobiliários - CVM a entidade responsável por autorizar a alienação de controle, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais, competindo à referida Autarquia estabelecer normas a serem observadas na oferta pública, como preceitua a lei societária.*
>
> *Nesse contexto, a Instrução CVM nº 361/02 (Instrução 361), em seu artigo 29 § 6º, inciso I, dispõe que, em se tratando de alienação indireta do controle acionário, o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro da oferta, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto.*
>
> *O Colegiado da CVM já se manifestou a respeito deste dispositivo em duas ocasiões, consolidando o entendimento de que é seu dever a análise da demonstração justificada do preço, nos seguintes termos: "a Instrução CVM nº 361/02 estabelece, em seu art. 29, § 6º, o dever do ofertante de apresentar à CVM a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido na oferta, nos casos de alienação indireta do controle. **Isso confere à CVM, segundo entendo, não o direito, mas a obrigação de avaliar, como condição para a concessão do registro da OPA, primeiramente, se foi efetivamente apresentada uma demonstração e, em seguida, se essa demonstração pode ser considerada justificada**". (com grifos)*
>
> *Por sua vez, o Regulamento do Novo Mercado, em seu item 8.1 em vigor à época dos fatos, reitera a obrigação legal de realizar OPA por alienação de controle e, adicionalmente, prescreve a necessidade de que a oferta pública em questão assegurasse aos destinatários da OPA **tratamento igualitário** àquele dispensado ao acionista controlador alienante - ou seja, o valor por ação ofertado ao acionista minoritário deveria corresponder ao mesmo valor pago ao ex-controlador (tag along de 100%), assim como as condições aplicáveis a esse pagamento.*
>
> *Sendo assim, à luz da competência atribuída à Autarquia pelo artigo 29, §6º, da Instrução 361, dos precedentes existentes sobre o tema, entendemos que cabe à CVM a **manifestação sobre a adequação da justificativa de preço**, como etapa prévia à concessão do registro da OPA por alienação de controle.*
>
> *Ante o acima exposto, entendemos que a atuação da B3 quanto à verificação da concessão do tratamento igualitário de que trata o Regulamento do Novo Mercado deve ser norteada pelo posicionamento da Autarquia a respeito da demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido no contexto da alienação do controle da CPFL-R."*

42. Em 20/02/2018, esta área técnica encaminhou à Ofertante o Ofício nº 41/2018/CVM/SRE/GER-1, comunicando sobre a Decisão Recorrida, a qual foi tomada com base no Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, conforme mencionamos na parte inicial do presente Memorando.

43. Naquela mesma data, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 43/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0442408), reiterando exigências no âmbito da análise do pedido de registro da OPA, especificando, no que se refere à Demonstração Justificada de Preço, que deveria ser atendida a determinação constante do Ofício nº 41/2018/CVM/SRE /GER-1.

44. Em 07/03/2018, em face do Ofício nº 41/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0453020), a Ofertante protocolou o Recurso, com solicitação de efeito suspensivo com relação ao prazo para atendimento ao referido Ofício.

45. Em 08/03/2018, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 65/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0453592), concedendo efeito suspensivo ao prazo para atendimento tanto do Ofício supra, como do Ofício de reiteração de exigências, mencionado no parágrafo 43 acima.

III. Análise realizada no âmbito do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1

46. A análise que deu fundamento à Decisão Recorrida foi realizada por meio do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, de 20/02/2018, cujas seções "III. ANÁLISE" e "IV. Conclusão" transcrevemos abaixo:

"**III. ANÁLISE**

34. Preliminarmente, cabe lembrar que o objetivo do presente Relatório é consubstanciar entendimento desta área técnica quanto à observância da regulamentação aplicável às OPA por alienação de controle de companhia listada no Novo Mercado da B3, decorrente de alienação indireta de controle, especificamente com relação ao preço atribuído às ações de emissão da Companhia pela Ofertante, nos termos da Demonstração Justificada de Preço, se tal preço estaria assegurando aos demais acionistas tratamento igualitário àquele dado aos alienantes do controle indireto de CPFL Energias Renováveis S.A.

35. Para tal, a presente seção será subdividida nos seguintes tópicos, os quais serão apresentados na sequência: "III.1 – Regulamentação Aplicável"; "III.2 – Considerações sobre a Demonstração Justificada de Preço"; III.3 – Considerações sobre o Laudo de Avaliação"; e "III.4 – Teste de Consistência da Demonstração Justificada de Preço".

III.1 – Regulamentação Aplicável

36. A OPA por alienação indireta de controle é prevista no *caput* e § 1º do art. 254-A da Lei nº 6.404/76 ("LSA"), nos seguintes termos:

> "*Art. 254-A. A alienação, direta ou **indireta**, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das 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 por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.*
>
> *§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou **indireta**, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade."* (grifos nossos)

37. A regra prevista no dispositivo legal supramencionado foi regulamentada por meio do art. 29 da Instrução CVM 361, que assim dispõe em seu *caput* e parágrafo 6º:

> *"Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou **indireta**, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.*
>
> *(...)*
>
> *§ 6º **No caso de alienação indireta do controle acionário**:*
>
> *I – **o ofertante deverá submeter à CVM**, juntamente com o pedido de registro, **a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404, de 1976, correspondente à alienação do controle da companhia objeto**; e*
>
> *II – **a CVM poderá, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto**."* (grifo nosso)

38. Por sua vez, o Regulamento do Novo Mercado da B3, vigente à época da alienação de controle da Companhia, assim dispunha com relação à alienação de controle direta ou indireta, nos termos de seu item 8.1:

> *"8.1 Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes **assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante**.*
>
> *8.1.1 **A oferta pública referida no item 8.1 será exigida, ainda**:*
>
> *(ii) **em caso de alienação de controle de sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que, neste caso o Acionista Controlador Alienante ficará obrigado a declarar à BM&FBOVESPA o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor**."*

39. Com base no acima exposto, verifica-se que, nos casos em que ocorre a alienação indireta de controle de companhia aberta listada no Novo Mercado da B3, a OPA por alienação de controle a ser realizada deverá assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante e que deverá ser encaminhado à CVM e à B3 documento que justifique e comprove o valor atribuído à companhia alienada indiretamente na operação de alienação de controle de sua controladora.

40. Sobre esse tema, cabe destacar entendimento manifestado pelo Colegiado da CVM, em decisão datada de 21/03/2007, acompanhando de forma unânime voto da Diretora-Relatora do caso Maria Helena Santana, no âmbito da OPA por alienação de controle de Arcelor Brasil S.A., como consequência da alienação indireta de seu controle (Processo CVM nº RJ-2007-1996).

41. Por meio de seu voto, a referida Diretora destacou o que segue:

> *"2. A Instrução CVM nº 361/02 estabelece, em seu art. 29, § 6º, o dever do ofertante de apresentar à CVM a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido na oferta, nos casos de alienação indireta do controle. **Isso confere à CVM, segundo entendo, não o direito, mas a obrigação de avaliar, como condição para a concessão do registro da OPA, primeiramente, se foi efetivamente apresentada uma demonstração e, em seguida, se essa demonstração pode ser considerada justificada.***
>
> *3. Além disso, neste caso específico, o art. 8º do estatuto social da Companhia fixa que a oferta deve "assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante". Conforme, também, profundamente analisado e consignado no voto vencedor, acompanhado pelo Colegiado na decisão do Processo CVM RJ 2006/6209 (itens 4 a 18 do voto), **a CVM possui competência legal para fazer valer as regras estatutárias das companhias sob sua jurisdição, com o objetivo de assegurar direitos e obrigações ali prescritos.***
>
> *"18. Assim, seja por força das matérias previstas na Lei 6.404/76, seja por força do disposto na Lei 6.385/76, a CVM tem competência legal para exercer suas atribuições à luz de cláusulas estatutárias. O que foi escrito no estatuto tem que ser respeitado na prática, sem o que não há relacionamento possível entre acionistas, nem mercado de capitais."*
>
> *4. Em razão disso, entendo que, além de examinar o instrumento de OPA para garantir a observância de normas de caráter procedimental e informacional, **a CVM deve sem dúvida avaliar a demonstração justificada que for apresentada, com o objetivo final de fazer respeitar o disposto em relação ao preço da oferta seja no art. 254-A da Lei das SAs (80% do preço), seja no estatuto social (neste caso, em relação ao direito ao tratamento igualitário a ser conferido aos acionistas da Arcelor Brasil).***
>
> *5. Assim, vejo que a Recorrente não tem razão ao pretender restringir a competência da CVM ao nível da 'regulação instrumental e informacional'*
>
> *(...)*

8. De acordo com o que estabelece a lei, o preço a ser ofertado pelo adquirente do controle na oferta pública por alienação de controle deve ter como referência o valor pago ao vendedor no negócio de alienação. Especificamente neste caso, também é o que dispõe o estatuto social da Arcelor Brasil, ao assegurar aos demais acionistas tratamento igualitário ao que tiver sido obtido pelo(s) alienante(s). ***Portanto, como regra geral e em princípio, ao contrário do que afirmou a SRE, julgo que a CVM não tem poderes que lhe permitam definir a metodologia a ser usada na determinação desse preço, mesmo em alienações indiretas de controle.***

9. ***A situação excepcional que pode lhe conferir esse poder é aquela em que não existam evidências que considere razoáveis sobre a forma de precificação de cada sociedade controlada na operação de aquisição do controle da controladora. Mais concretamente, sobre o valor atribuído às ações da controlada no negócio, visando a garantir tratamento igualitário aos acionistas dessa companhia.****"* (grifos nossos)

42. Posteriormente, o Colegiado da CVM, em decisão datada de 04/10/2007, no âmbito da OPA por alienação de controle de Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, como consequência de sua alienação indireta de controle (Processo CVM nº RJ-2007-11573), acompanhou de forma unânime voto do então Diretor Marcos Pinto Barbosa, o qual se manifestou sobre o tema em questão nos seguintes termos:

"2.4 Nas ofertas por alienação direta, a determinação do preço é relativamente fácil. Na maioria dos casos, basta obter cópia do contrato de compra e venda celebrado entre o adquirente e o alienante, calcular o preço pago ao alienante por ação que integra o bloco de controle e aplicar o percentual de 80% previsto na lei. Tem-se assim o preço da oferta.

2.5 ***Nas alienações indiretas, a situação é mais difícil. Muitas vezes, a companhia aberta não é o único ativo da sociedade cujo controle direto foi alienado. Quando isso ocorre, torna-se necessário determinar qual parcela do preço corresponde à companhia aberta para, só então, aplicar o percentual de 80%. Normalmente, essa tarefa envolve um trabalho complexo, em que vários elementos devem ser levados em consideração.***

2.6 É claro que, como ressaltou o ex-presidente da CVM Marcelo Trindade em seu voto no Proc. RJ 2007/1996, julgado em 21 de março de 2007, ***a área técnica da CVM deve dar sempre a devida atenção para o disposto no contrato de compra e venda das ações do controlador, que pode eventualmente discriminar o valor de cada ativo alienado por via indireta.***

2.7 ***Todavia, não é sempre que o contrato discrimina esses valores e, mesmo quando o faz, não lhe podemos conferir importância nem credibilidade excessivas. Em muitos casos, os valores que constam do contrato não são objeto de uma real negociação entre o adquirente e o alienante, já que, para este último, a distribuição do preço entre os ativos indiretamente alienados pode ter pouca ou nenhuma relevância.***

2.8 Em tais situações, o laudo de avaliação e também outras proxies, como o valor de mercado da companhia, podem ser utilizados com meios auxiliares na determinação do preço devido na oferta, ao lado dos instrumentos contratuais e outros documentos relativos à negociação havida entre o adquirente e o alienante do controle."

43. Com base nos precedentes acima mencionados, verifica-se que cabe à CVM, nos casos de alienação indireta de controle de companhias abertas listadas no Novo Mercado da B3, certificar-se de que a documentação apresentada por força do inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361 e do item 8.1.1. do Regulamento do referido segmento especial de negociação efetivamente justifica o preço atribuído à companhia indiretamente alienada e garante aos seus demais acionistas tratamento igualitário na realização da OPA exigida na regulamentação aplicável.

44. Ademais, cabe mencionar que, ainda que o contrato celebrado entre as partes em uma alienação de controle especifique o valor atribuído à companhia que fora indiretamente alienada, a tal valor, conforme bem destacou o então Diretor Marcos Pinto Barbosa no caso da OPA por alienação de controle de Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, não poderia ser conferida importância nem credibilidade excessivas.

45. Corrobora com esse entendimento o fato de que, em uma alienação indireta de controle, o valor negociado entre as partes é o valor pago pela companhia controladora, sendo, na melhor das hipóteses, indiferente para o alienante o valor que está sendo atribuído pelo adquirente a uma de suas controladas.

46. Nesse sentido, atribuir-se o menor valor possível a uma controlada que seja companhia aberta com ações em circulação no mercado, ou seja, que seria, por força de lei, objeto de OPA por alienação de controle, seria hipoteticamente interessante tanto para o adquirente, que realizaria uma OPA "mais barata", quanto para o alienante, que poderia negociar um valor melhor pela controladora, na medida em que o adquirente desembolse um menor valor no âmbito da referida OPA e, consequentemente, tenha mais recursos a alocar na controladora no âmbito da operação.

47. Vê-se então que as operações que envolvem alienação indireta de controle de companhias abertas caracterizam-se como situações de conflito de interesses para ambas as partes (adquirentes e alienantes do controle), o que reforça ainda mais a importância da demonstração justificada de preço e do papel da CVM no processo de registro da OPA, como verificador do preço atribuído à companhia aberta alienada indiretamente.

48. No presente caso, entendemos que a importância da definição do preço de CPFL Renováveis no contrato de alienação de controle de CPFL Energia é reduzida, especialmente se considerarmos a cláusula 2.7 do referido contrato, que isenta a Camargo Correia S.A., alienante do controle indireto de CPFL Renováveis, de qualquer obrigação pela definição do preço das ações da Companhia, nos seguintes termos:

"Valor para CPFL Energias Renováveis S.A. Para fins da Oferta Pública Obrigatória, se aplicável, relativa à CPFL Energias Renováveis S.A., o valor total atribuído nesta transação às ações da CPFL Energias Renováveis S.A. detidas direta ou indiretamente pela Companhia é de R$ 3.168.935.347,80 (três bilhões, cento e sessenta e oito milhões, novecentos e trinta e cinco mil, trezentos e quarenta e sete reais e oitenta centavos) (que, na presente data, equivale a um valor por ação de R$ 12,20 (doze reais e vinte centavos) por ação da CPFL Energias Renováveis S.A.). ***As Vendedoras não deverão ter nenhum Passivo no que se refere à determinação do valor total atribuído na transação para as ações da CPFL Energias Renováveis S.A. detidas direta ou indiretamente pela Companhia.****"*

49. Reforça ainda o papel da CVM na verificação do preço ofertado em OPA decorrente de alienação indireta de controle o fato de que, diferentemente do que ocorre nas OPA para cancelamento de registro, onde os acionistas objeto têm que referendar o sucesso da OPA com a aceitação mínima de 2/3 daqueles que se habilitarem a participar do leilão, além de poderem solicitar a convocação de assembleia para deliberar sobre a realização de nova avaliação que balize o preço da OPA, nos casos como o ora em análise, os acionistas objeto não têm ferramentas de atuação própria que os permitam influenciar diretamente a OPA, tendo que contar com a tutela da CVM na observância de seus direitos legais e normativos.

50. Dito isso, cabe mencionar que a possibilidade de a CVM solicitar que seja elaborado laudo de avaliação da companhia objeto de OPA realizada por conta de alienação indireta de controle, nos termos do inciso II do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, não tem como objetivo verificar se a OPA em questão está sendo realizada a preço justo, requisito aplicável às OPA para cancelamento de registro e por aumento de participação.

51. O requisito com relação ao preço em uma OPA por alienação de controle, como já vimos, é que seja garantida equivalência com o preço praticado no negócio de transferência de controle, seja ela de 80%, como estabelece a Lei nº 6.404/76, ou de até 100%, como estabelece o Regulamento do Novo Mercado da B3.

52. Sendo assim, a informação essencial para que se possa verificar se os requisitos previstos na regulamentação aplicável à modalidade de OPA em questão estão sendo cumpridos é a relação entre o valor da companhia alienada indiretamente e o valor da companhia alienada diretamente, para que se possa determinar a parcela do preço pago pela controladora atribuída à sua controlada.

53. Portanto, o laudo de avaliação nesse caso tem o objetivo de auxiliar a CVM a verificar se essa relação entre as duas companhias está sendo observada de forma razoável na documentação apresentada pelo ofertante para justificar o preço atribuído à companhia indiretamente alienada.

54. Tal laudo, conforme se verifica do Edital de Audiência Pública nº 02/10, que deu origem à Instrução CVM nº 487/10 (modificadora da Instrução CVM 361), teria o condão de permitir à CVM realizar *"testes de consistência do demonstrativo de preço"*.

55. Tal teste de consistência, para ser realizado com efetividade, demandaria a elaboração de laudos de avaliação das companhias diretamente e indiretamente alienadas, em linha com entendimento manifestado pela então Presidente da CVM Maria Helena Santana, no âmbito do recurso contra indeferimento do pedido de registro de OPA por alienação do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A. (Processo CVM nº RJ-2008-252), em decisão datada de 04/03/2008, nos seguintes termos:

"Quanto ao laudo de avaliação com base no valor econômico elaborado pela Ernst & Young, por ser baseado em um critério tão frequentemente utilizado para a avaliação de empresas, seria possível pensar que deveria ser aceito pela CVM para demonstração justificada do valor atribuído à parcela da empresa brasileira no negócio vendido. ***Ocorre que, não sendo disponível a eventual avaliação a valor econômico de toda a companhia vendida, não é possível realizar qualquer teste de consistência, para verificar se o preço que se propõe agora para os minoritários corresponde a 80% do que seria a participação proporcional da Companhia no valor econômico daquela que teve o controle alienado****"*. (grifo nosso)

56. Uma vez realizadas tais considerações a respeito da regulamentação aplicável às OPA por alienação indireta de controle, teceremos, na seção seguinte, comentários a respeito da Demonstração Justificada de Preço apresentada pela Ofertante.

III.2 – Considerações sobre a Demonstração Justificada de Preço

57. A Demonstração Justificada de Preço apresentada pela Ofertante juntamente com o pedido de registro da OPA teve como pretensão demonstrar o quanto do valor pago pela CPFL Energia foi atribuído à CPFL Renováveis, utilizando-se, para tal, de método que se baseou na média simples da participação do EBITDA da CPFL Renováveis no EBITDA da CPFL Energia nos 4 trimestres anteriores ao anúncio da alienação de controle das Companhias, ou seja, no 2º, no 3º e no 4º trimestres de 2015, e no 1º trimestre de 2016.

58. Conforme comentamos na parte inicial do presente Relatório, quando do envio do primeiro Ofício de exigências relacionado à Oferta (Ofício nº 232/2017 /CVM/SRE/GER-1), manifestamo-nos essencialmente no sentido de que a Demonstração Justificada de Preço necessitava de ajustes de modo a contemplar as diferenças existentes entre as duas Companhias que ali estavam sendo comparadas, tendo sido solicitadas as seguintes providências por parte da Ofertante:

> *"(i) promover os ajustes necessários na Demonstração Justificada de Preço de forma a incorporar, na metodologia utilizada, a diferença na expectativa de crescimento do EBITDA das duas companhias (CPFL Energia e CPFL Renováveis), bem como outras eventuais diferenças entre as companhias, justificando todos os ajustes realizados nesse sentido, ou fundamentar a desnecessidade de se realizar tais ajustes; e*
>
> *(ii) ajustar a Demonstração Justificada de Preço utilizando dados anuais de EBITDA (e não trimestrais) na metodologia empregada, de modo a expurgar distorções provenientes de eventual sazonalidade constante dos dados trimestrais, ou fundamentar a sua desnecessidade."*

59. Não obstante, em resposta ao referido Ofício, não foi realizado qualquer ajuste nesse sentido, tendo sido apresentadas diversas justificativas para tal, as quais foram acompanhadas de Pareceres elaborados a pedido da Ofertante.

60. Após a análise de todas as justificativas apresentadas, chegamos à conclusão de que não é possível certificar, com base na Demonstração Justificada de Preço, que o preço atribuído à CPFL Renováveis, no âmbito da alienação de controle da CPFL Energia, atende ao requisito de tratamento igualitário previsto na regulamentação aplicável ao caso, uma vez que o critério utilizado em tal demonstração não captura diferenças essenciais entre as duas companhias, além de não incorporar uma visão de resultados prospectivos, que não poderia estar afastada da análise feita pelo adquirente do controle ao avaliar o preço a ser pago pelos ativos que estava adquirindo.

61. Nesse sentido, cabe mencionar ainda que metodologia empregada na Demonstração Justificada de Preço nada mais é do que uma espécie de comparação por múltiplos, metodologia essa cuja utilização requer atenção com relação às diferenças nos fundamentos inerentes às empresas comparadas, conforme pode ser observado na conclusão do capítulo 18 do livro Investment Valuation, Second Edition, de autoria do professor Aswath Damodaran (página 717), transcrita abaixo:

> *"**The price-earnings ratio and other earnings multiples, which are widely used in valuation, have the potential to be misused**. These multiples are ultimately determined by the same fundamentals that determine the value of a firm in a discounted cash flow model - expected growth, risk and cash flow potential. Firms with higher growth, lower risk and higher payout ratios, with other things remaining equal, should trade at much higher multiples of earnings than other firms. To the extent that there are differences in fundamentals across countries, across time and across companies, the multiples will also be different. **A failure to control for these differences in fundamentals can lead to erroneous conclusions based purely upon a direct comparison of multiples**. There are several ways in which earnings multiples can be used in valuation. One way is to compare earnings multiples across a narrowly defined group of comparable firms and to control for differences in growth, risk and payout subjectively. Another is to expand the definition of a comparable firm to the entire sector (such as technology) or the market and to control for differences in fundamentals using statistical techniques, such as regression."* (grifo nosso)

62. Dessa forma, diante das questões acima mencionadas, decidimos por utilizar a faculdade prevista no inciso II do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, ou seja, solicitar a elaboração de laudo de avaliação da CPFL Energia e da CPFL Renováveis, nos termos da Instrução CVM 361, utilizando-se das premissas válidas à data da definição do preço pago no âmbito da alienação de controle das referidas companhias, com o fito de nos auxiliar na realização do teste de consistência da Demonstração Justificada de Preço.

63. Na próxima seção iremos tecer comentários a respeito do Laudo de Avaliação apresentado em atendimento ao Ofício nº 338/2017/CVM/SRE/GER-1, conforme mencionamos na parte inicial do presente Relatório.

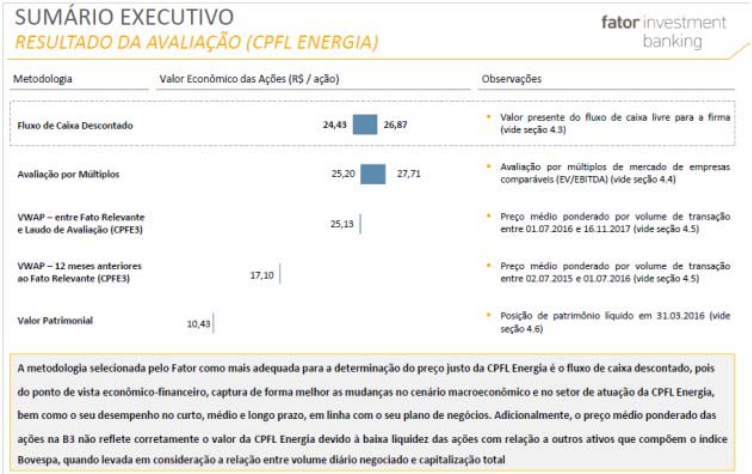
III.3 – Considerações sobre o Laudo de Avaliação

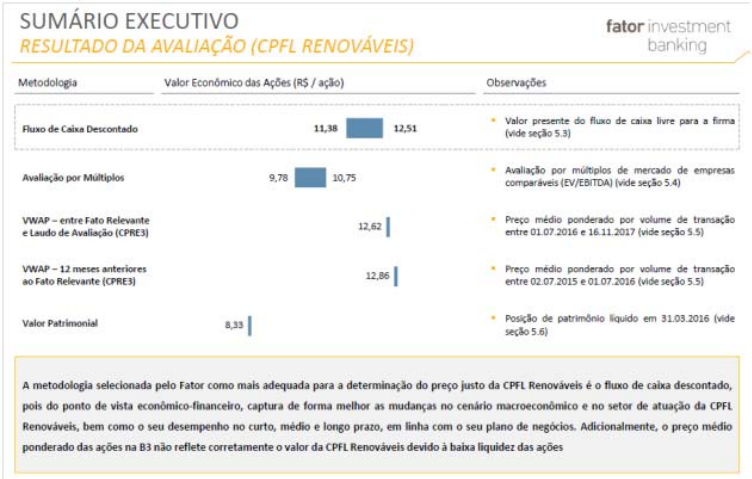
64. Após análise do Laudo de Avaliação encaminhado em atendimento ao Ofício supra, constatamos a necessidade de que fossem prestados esclarecimentos e informações a respeito de metodologias e premissas utilizadas em sua elaboração, de modo que encaminhamos o Ofício nº 427/2017/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício 427") à Ofertante e às Companhias.

65. Com base nas informações encaminhadas em atendimento ao referido Ofício, bem como naquelas que foram enviadas à CVM em face de reclamações direcionadas ao Laudo de Avaliação, foi possível fazer uma análise crítica do referido documento, a qual descreveremos a partir de agora.

66. Primeiramente, cabe destacar que o método escolhido pelo Avaliador como aquele que melhor determina o valor justo tanto da CPFL Energia, quanto da CPFL Renováveis, foi o fluxo de caixa descontado, tendo sido também apresentados o cálculo do valor justo de ambas as companhias pelos métodos de avaliação por múltiplos (utilizando o múltiplo EV/EBITDA), preço médio ponderado das ações no mercado e valor patrimonial.

67. Os resultados obtidos por meio do emprego das metodologias acima mencionadas se resumem nos quadros abaixo, extraídos do Laudo de Avaliação:





68. Com base nas informações encaminhadas em atendimento ao Ofício 427, entendemos que, apesar dos esclarecimentos prestados, restaram vigentes inconsistências visíveis no Laudo de Avaliação, dentre as quais destacamos:

(i) utilização de perpetuidade para algumas companhias e projeção dos fluxos de caixa futuros após 2025 para outras;

(ii) utilização de taxa efetiva de impostos na projeção dos fluxos de caixa até 2025 para as companhias que não são tributadas com base em lucro presumido e utilização da alíquota de imposto marginal no cálculo do WACC utilizado no cálculo do valor presente de tais fluxos;

(iii) seleção de empresas comparáveis à CPFL Energia não considerou empresas brasileiras com características muito similares à referida companhia, em termos de porte e ramo de atuação, enquanto que se utilizou de empresas muito menos similares.

69. É importante salientar que as questões destacadas acima não necessariamente esgotam todas as verificações passíveis de serem feitas a respeito do Laudo de Avaliação, de modo que nos atentamos àquelas que se mostraram mais evidentes.

70. Com relação ao primeiro ponto acima elencado, o Avaliador apresentou os seguintes esclarecimentos:

> *"A adoção da premissa de perpetuidade para as concessões de distribuição com vencimento em 2027 e 2028 está embasada no histórico de renovação não-onerosa (sem cobrança de outorga) após o término ocorrido no primeiro período, em 2015. Para 41 (quarenta e uma) empresas do setor de distribuição que tiveram suas concessões vencidas neste ano, 40 (quarenta) empresas tiveram suas concessões renovadas, incluindo 5 (cinco) concessões da própria CPFL Energia (Santa Cruz, Mococa, Jaguari, Leste Paulista e Sul Paulista). A única não renovação concedida se deu ao não atendimento aos indicadores operacionais, má qualidade do serviço prestado e falta de entrega da documentação solicitada para renovação. Esta premissa também está em conformidade com as projeções compartilhadas pela CPFL Energia.*
>
> *Em linha com este entendimento encontram-se os laudos de OPA das distribuidoras de energia Ampla Energia e Serviços S.A. ("Ampla") e Ampla Investimentos e Serviços S.A. ("Coelce"), disponíveis no sitio eletrônico da CVM, os quais também apresentam o mesmo tratamento para a premissa de perpetuidade das distribuidoras de energia.*
>
> *Em relação às geradoras, a possibilidade de extensão das autorizações de PCHs se confirmou apenas em 17 de novembro de 2016, conforme a lei 13.360, meses após a data-base do Laudo. Deste modo, o tratamento dado a essas autorizações foi com base na premissa mais confiável à época. Já no caso das usinas eólicas, foi considerada a extensão das autorizações mediante o investimento de recondicionamento dos ativos, ainda que houvesse incertezas sobre a viabilidade econômica deste racional em função do preço de energia a ser contratado. Para que não reste dúvida, a diferença de tratamento entre PCHs e eólicas se deve à segurança jurídica de extensão das autorizações à época da data-base do Laudo. Importante mencionar que essas premissas com relação às renovações ou não das autorizações das PCHs e usinas eólicas estão em conformidade com as projeções compartilhadas pela CPFL Renováveis.*
>
> *Adicionalmente, tanto geradoras como transmissoras têm seus ativos integralmente amortizados na vigência da concessão, o que acarretaria, em eventual caso de renovação, em pagamento de outorga resultante de provável processo concorrencial.*
>
> *As empresas comercializadoras atuam no mercado livre de energia, o qual representa aproximadamente 30% (trinta por cento) da energia total consumida no Brasil. As comercializadoras da CPFL Energia transacionaram mais de dois mil MW médios nos últimos 12 (doze) meses, hoje as comercializadoras da CPFL Energia estariam entre as 10 (dez) maiores distribuidoras em termos de volume de energia transacionado. Assim, a premissa de perpetuidade foi adotada considerando a continuidade do mercado livre de energia no país."*

71. Em que pese os esclarecimentos prestados, realizamos um exercício a partir dos dados encontrados no Laudo de Avaliação, onde foi possível verificar que essa diferenciação de tratamento dado às Geradoras teve impacto substancial negativo nos valores atribuídos à CPFL Renováveis após 2025, quando comparados àqueles que foram atribuídos à CPFL Energia.

72. Nesse momento, cabe lembrar o entendimento que mencionamos nos parágrafos 52 a 54 do presente Relatório, de que *"**informação essencial** para que se possa verificar se os requisitos previstos na regulamentação aplicável à modalidade de OPA em questão estão sendo cumpridos **é a relação entre o valor da companhia alienada indiretamente e o valor da companhia alienada diretamente**, para que se possa determinar a parcela do preço pago pela controladora atribuída à sua controlada"*, de modo que *"**o laudo de avaliação nesse caso teria o condão de auxiliar a CVM na verificação de se essa relação** entre as duas companhias está sendo observada de forma razoável na documentação apresentada pelo ofertante para justificar o preço atribuído à companhia indiretamente alienada."*

73. O primeiro exercício realizado teve como intuito verificar quanto estaria crescendo a CPFL Renováveis na perpetuidade, caso os fluxos de caixa projetados no Laudo de Avaliação para a Companhia após 2025 fossem todos trazidos a valores de 2025 e considerados como resultado de cálculo de perpetuidade com base no fluxo de caixa do ano de 2025, mantendo as demais premissas como inflação e WACC inalteradas.

74. O resultado de tal exercício encontra-se resumido na tabela abaixo:

CPFL Renováveis (cálculo do crescimento real na perpetuidade com base no fluxo projetado pelo Avaliador para os demais anos)	
FCFF Demais anos – em 2025 (MM)	R$ 12.786,05
Inflação perpetuidade a.a.	3,57%
FCFF - em 2025 (MM)	R$ 2.133,06
WACC a.a.	13,24%
Cresc. Perpetuidade Nominal a.a.	-2,95%
Perpetuidade Calculada 2025 (MM)	R$ 12.786,05
Cresc. Perpetuidade Real a.a.	-6,30%

75. Como resultado desse exercício, verifica-se que os fluxos de caixa projetados após 2025 para a CPFL Renováveis equivalem a um cálculo de perpetuidade onde a

Companhia, com base em seu fluxo de caixa de 2025, teria um decréscimo nominal em seus resultados da ordem de 2,95% a.a., ou um decréscimo real da ordem de 6,30% a.a., considerando a inflação prevista no longo prazo pelo Avaliador de 3,57% a.a.

76. Exercício similar foi realizado para a CPFL Energia, onde foram devidamente separados os valores que se referiam à CPFL Renováveis e os valores que se referiam à CPFL Energia subtraídos daqueles referentes à CPFL Renováveis ("CPFL Energia sem Renováveis"), de modo a se poder aplicar a cada uma delas a taxa de desconto adotada pelo Avaliador (11,14% para a CPFL Energia sem Renováveis e 13,24% para a CPFL Renováveis).

77. O resultado de tal exercício encontra-se resumido na tabela abaixo:

CPFL Energia (cálculo do crescimento real na perpetuidade com base no fluxo projetado pelo Avaliador para os demais anos)	
VP Perpetuidade Energia (MM)	R$ 17.809,44
VP FCFF Demais anos s/ Renováveis (MM)	R$ 917,54
VP FCFF Demais anos Renováveis (MM)	R$ 3.804,12
VP Perpetuidade Energia + FCFF Demais Anos Energia (MM)	R$ 22.531,10
Inflação perpetuidade a.a.	3,57%
WACC Energia s/ Renováveis a.a.	11,14%
WACC Renováveis a.a.	13,24%
FCFF s/ Renováveis 2025 (MM)	R$ 2.993,87
FCFF Renováveis 2025 (MM)	R$ 2.133,06
Cresc. Perpetuidade Nominal	3,94%
Perpetuidade 2025 s/ Renováveis Calculada (MM)	R$ 43.230,16
Perpetuidade 2025 Renováveis Calculada (MM)	R$ 23.845,48
VP Perpetuidade 2025 s/ Renováveis Calculada (MM)	R$ 15.436,56
VP Perpetuidade 2025 Renováveis Calculada (MM)	R$ 7.094,54
VP Perpetuidade 2025 Energia Calculada (MM)	R$ 22.531,10
Cresc. Perpetuidade Real	0,36%

78. Como resultado desse segundo exercício, verifica-se que os fluxos de caixa projetados após 2025 para a CPFL Energia, considerados em conjunto com a perpetuidade já existente no Laudo de Avaliação, equivalem a um cálculo de perpetuidade, considerando as diferentes taxas de desconto aplicadas à CPFL Energia sem Renováveis e à CPFL Renováveis, onde a CPFL Energia, com base em seu fluxo de caixa de 2025, teria um crescimento nominal em seus resultados da ordem de 3,94% a.a., ou um crescimento real da ordem de 0,36% a.a., considerando a inflação prevista no longo prazo pelo Avaliador de 3,57% a.a.

79. A tabela abaixo expõe o resultado desse mesmo exercício só que para a CPFL Energia sem Renováveis:

CPFL Energia s/ Renováveis (cálculo do crescimento real na perpetuidade com base no fluxo projetado pelo Avaliador para perpetuidade e demais anos)	
VP Perpetuidade Energia (MM)	R$ 17.809,44
VP FCFF Demais anos s/ Renováveis (MM)	R$ 917,54
VP Perpetuidade Energia + FCFF Demais Anos s/ Renováveis (MM)	R$ 18.726,98
Inflação perpetuidade a.a.	3,57%
WACC Energia s/ Renováveis a.a.	11,14%
FCFF s/ Renováveis 2025 (MM)	R$ 2.993,87
Cresc. Perpetuidade Nominal a.a.	5,14%
Perpetuidade 2025 s/ Renováveis Calculada (MM)	R$ 52.445,00
VP Perpetuidade 2025 s/ Renováveis Calculada (MM)	R$ 18.726,98
Cresc. Perpetuidade Real a.a.	1,51%

80. Como se vê, os fluxos de caixa projetados após 2025 para a CPFL Energia sem Renováveis, considerados em conjunto com a perpetuidade já existente no Laudo de Avaliação para a CPFL Energia (cujo valor não se refere à CPFL Renováveis), equivalem a um cálculo de perpetuidade, onde a CPFL Energia sem Renováveis, com base em seu fluxo de caixa de 2025, teria um crescimento nominal em seus resultados da ordem de 5,14% a.a., ou um crescimento real da ordem de 1,51% a.a., considerando a inflação prevista no longo prazo pelo Avaliador de 3,57% a.a.

81. Os resultados encontrados por meio de tais exercícios, como veremos a seguir, não encontram respaldo nos crescimentos históricos do EBITDA de cada uma das companhias, tampouco no crescimento previsto para o EBITDA de tais companhias com base nos orçamentos aprovados pelo conselho de administração de CPFL Energia e de CPFL Renováveis (2016 a 2020) vigentes à época da alienação de controle.

82. A tabela abaixo resume os dados obtidos nesse sentido:

Comparação crescimento EBITDA histórico e projetado para as companhias								
Companhias	CAGR 2012-2015 (Dados Realizados)		CAGR 2016-2020 (Orçamento Aprovado)		CAGR 2021-2025 (Projeções da Cia)		CAGR 2016-2025 (Orçamento Aprovado + Projeções da Cia)	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
CPFL Energia	-1,29%	-8,30%	9,09%	3,83%	7,71%	3,72%	8,38%	3,83%
CPFL Renováveis	25,67%	16,75%	10,53%	5,21%	3,14%	-0,68%	6,59%	2,11%
IPCA	7,64% (realizado)		5,06% (fonte: Laudo)		3,85% (fonte: Laudo)		4,38% (fonte: Laudo)	

83. Conforme se verifica dos dados acima expostos, ao considerarmos os dados anteriores à alienação de controle das companhias, entre 2012 e 2015, o EBITDA da CPFL Renováveis cresceu muito acima do EBITDA da CPFL Energia, que por sinal decresceu significativamente nesse período.

84. Ainda que se desconsidere os resultados de 2012 a 2015, e se considere apenas o orçamento que havia sido aprovado para os anos de 2016 a 2020, referente a ambas as companhias, e que estava vigente quando da alienação de controle, percebe-se que os crescimentos nominal e real do EBITDA de CPFL Renováveis ainda são significativamente superiores ao da CPFL Energia (crescimento nominal: 10,53% a.a. x 9,09% a.a.; crescimento real: 5,21% a.a. x 3,83% a.a.).

85. Mesmo que considerássemos nessa análise os dados oriundos de projeções internas das companhias para os anos de 2021 a 2025, os quais, diga-se de passagem, não foram objeto de qualquer aprovação por parte do conselho de administração, o resultado ainda não justificaria o tratamento desigual que foi dado pelo Avaliador à CPFL Renováveis, cujos fluxos de caixa dos anos posteriores a 2025 equivalem a uma perpetuidade com decréscimo nominal de 2,95% a.a. e real de 6,30% a.a.

86. Corrobora ainda com esse entendimento de tratamento desigual entre CPFL Energia e CPFL Renováveis informação constante do Laudo de Avaliação de que *"o mercado brasileiro de geração de energia renovável apresentou taxa anual de crescimento composto 14,39% nos últimos 10 anos"*, aliada ao fato de que a Companhia manteve de 2012 a 2015 sua participação em relação à capacidade instalada de geração de energias renováveis no Brasil entre 6,44% e 7,62%, segundo informações também constantes do referido documento.

87. Tal resultado desigual para CPFL Renováveis tem como causa, em nosso entendimento, a premissa utilizada pelo Avaliador expressada no Laudo de Avaliação, no item "Investimento em ativos imobilizados e permanentes", nos seguintes termos:

> *"Foram considerados todos projetos que, à data base, estavam em fase de construção ou já contratados. Adotou-se esta premissa porque o orçamento aprovado pelo Conselho de Administração da CPFL Renováveis não considera novos projetos de investimento devido à incerteza da viabilidade econômica de futuros leilões e/ou concretização de aquisições. Adicionalmente, foram eliminadas as despesas relacionadas ao desenvolvimento de novos projetos/negócios da CPFL Renováveis nas projeções"*.

88. Utilizando-se dessa premissa, o Avaliador julgou ser consistente que o fluxo de caixa projetado para a CPFL Renováveis após 2025 refletisse uma trajetória de gradual redução em suas atividades, uma vez que os projetos em operação, aqueles em construção ou os que já haviam sido contratados fossem chegando ao término do prazo de concessão (considerando ou não a possibilidade de renovação dos mesmos).

89. Em nosso entendimento, a não incorporação ao Laudo de Avaliação da premissa de obtenção de novos projetos, em adição àqueles que estavam em operação, contratados ou em fase de construção, além de, como vimos anteriormente, representar tratamento desigual entre as companhias avaliadas, não se coaduna com o objetivo manifestado pela Companhia por meio de seu Relatório da Administração de 2015 (vigente à época da alienação de controle), nos seguintes termos:

> "*Os projetos da Companhia que estão em construção ou em operação já possuem contratos de venda de energia de longo prazo.* ***Para os futuros projetos deveremos comercializar a energia gerada com base em uma estratégia de maximização de retornos****, selecionando as melhores oportunidades de venda entre a alocação no Ambiente de Contratação Livre (ACL), incluindo os Consumidores Especiais e os Consumidores Livres, e no Ambiente de Contratação Regulada (ACR), através de leilões de energia*" (grifo nosso).

90. Sobre esse ponto, cabe mencionar que o Colegiado da CVM, em reunião datada de 01/03/2016, em face de recurso interposto contra decisão desta área técnica, no âmbito da OPA para conversão de registro de emissor categoria A para B de Arteris S.A. (Processo CVM nº 19957.001060/2016-44), cuja ata transcrevemos abaixo, manifestou entendimento sobre a necessidade de o laudo de avaliação de companhias que se propõem a durar indefinidamente incluir a possibilidade da contratação de novos projetos:

> ***RECURSO CONTRA DECISÃO DA SRE – OPA PARA CONVERSÃO DE REGISTRO DE EMISSOR DE CATEGORIA A PARA B DE ARTERIS S.A. – PROC. SEI 19957.001060/2016-44***
>
> *"Trata-se de recurso interposto por Partícipes em Brasil II S.L. ("Ofertante" ou "Recorrente"), controladora da Arteris S.A. ("Arteris" ou "Companhia"), contra exigência formulada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações para conversão do registro de categoria A para B ("OPA"), a respeito do laudo de avaliação da Companhia ("Laudo de Avaliação") elaborado pelo Banco BNP Paribas S.A. ("Avaliador").*
>
> *Ao analisar o Laudo de Avaliação, a SRE identificou que o fluxo de caixa projetado considerava apenas as concessões atualmente existentes no portfólio da Companhia, sem projetar qualquer valor em função de novas concessões ou renovação das atuais.*
>
> *Após interações com a Ofertante, a SRE determinou que o Laudo de Avaliação fosse aprimorado de modo que o valor econômico da Companhia refletisse a possibilidade de adição de novas concessões ou de renovação daquelas já existentes, em linha com a sua estratégia de negócios.*
>
> *Na sequência, a Ofertante interpôs recurso destacando que, em virtude das incertezas sobre negócios futuros, e em linha com as metodologias de avaliação de analistas de mercado e laudos de avaliação anteriormente aprovados pela CVM, o Avaliador considerava que potenciais novas concessões ou modificações de contratos existentes dependentes de eventos futuros e incertos não deveriam impactar no valor atribuído à Companhia.*
>
> *Adicionalmente, o Avaliador realizou alterações no Laudo de Avaliação, inserindo a declaração de que "a possibilidade de novas concessões e/ou modificações dos contratos de concessão existentes, foi considerada na avaliação da Companhia, sem que refletisse em alteração do valor da Companhia".*
>
> *Não obstante os esclarecimentos prestados pela Recorrente e as alterações promovidas pelo Avaliador, a SRE manteve o seu entendimento de que "o Laudo de Avaliação deverá sofrer as modificações necessárias, de modo que o valor da Companhia, calculado por meio daquele documento, passe a refletir a estratégia de negócio atual da Companhia, que engloba a permanência no mercado brasileiro e a adição de novas concessões ao seu portfólio".*
>
> *A SRE concluiu, ainda, que, tais modificações devem conter cálculo objetivo do valor a ser atribuído às possibilidades de renovação e/ou inclusão de novas concessões ao portfólio de negócios da Companhia, em linha com o Anexo III da Instrução CVM 361/2002 ("Instrução 361"), segundo o qual "as informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas" e o laudo "deverá ser constituído de uma análise fundamentada de valor".*
>
> *Inicialmente, o Colegiado ressaltou que a decisão não questiona o mérito da avaliação da Companhia ou o resultado alcançado pelo Avaliador, mas sim a ausência de cálculo objetivo no Laudo de Avaliação embasando a declaração de que a possibilidade de novas concessões e/ou modificações dos contratos de concessão existentes não reflete em alteração do valor da Companhia. Nesse sentido, o Colegiado reiterou a necessidade de se observar os preceitos do Anexo III da Instrução 361, ressaltando o item XIV, alínea "a", segundo o qual o cálculo do valor econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado deve contemplar as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação.*
>
> ***Nesta linha, o Colegiado destacou que a avaliação de uma companhia que se propõe a durar indefinidamente deve necessariamente contemplar esta circunstância. Ademais, em relação ao caso concreto, o Colegiado entendeu que o Laudo de Avaliação não poderia estar inconsistente com a estratégia de crescimento e as declarações públicas da Companhia*** *a respeito da intenção de participar de novos leilões de rodovias.*
>
> *Assim, o Colegiado, por maioria, acompanhando as conclusões da área técnica consubstanciadas no Memorando nº 34/2016-CVM/SRE/GER-1, de 25.02.2016, deliberou a manutenção da exigência formulada pela SRE e* ***determinou que o Laudo de Avaliação contemplasse o cálculo objetivo do valor atribuído às possibilidades de renovação e/ou inclusão de novas concessões ao portfólio de negócios da Companhia.*** *Restou vencido o Diretor Gustavo Borba, que apresentará manifestação de voto em separado*".

91. Dito isso, entendemos não ser razoável, com base em todas as informações acima mencionadas, tratar como consistente, na apuração do valor da CPFL Renováveis por meio do método do fluxo de caixa descontado, a premissa de que a Companhia não incorporará novos projetos aos seus negócios após 2025 e obterá resultados que equivalem a uma perpetuidade com decréscimo da ordem de 2,95% a.a. nominal e de 6,30% a.a. real.

92. Com relação à segunda inconsistência do Laudo de Avaliação destacada no parágrafo 68 acima *("utilização de taxa efetiva de impostos na projeção dos fluxos de caixa até 2025 para as companhias que não são tributadas com base em lucro presumido e utilização da alíquota de imposto marginal no cálculo do WACC utilizado no cálculo do valor presente de tais fluxos"*), cabe mencionar o que segue.

93. De acordo com informações constantes do Laudo de Avaliação, com relação ao cálculo do imposto de renda incidente sobre o fluxo de caixa da CPFL Energia *"considerou-se taxa de imposto efetiva de cada subsidiária, conforme slide 40"*. Já com relação ao cálculo do referido imposto no caso da CPFL Renováveis, foi esclarecido no referido documento que "*foi considerado Lucro Presumido para as subsidiárias, com exceção de SIIF2 e Bons Ventos, já que seriam posteriormente incorporadas pela CPFL Renováveis Holding"*.

94. Subtraindo-se dos dados projetados no Laudo de Avaliação para os anos de 2016 a 2025 da CPFL Energia os dados projetados para a CPFL Renováveis, para a qual foi considerado lucro presumido, percebe-se que a participação dos impostos projetados sobre o EBIT varia ao longo dos anos, ficando entre 26,78% e 32,14%, conforme se verifica da tabela abaixo:

Dados CPFL Energia s/ Renováveis			
Dados	EBIT (A)	IR/CSLL (B)	-(B)/(A)
2016	1.663,91	-534,79	32,14%
2017	2.386,92	-709,65	29,73%
2018	2.645,40	-709,99	26,84%
2019	2.939,46	-787,23	26,78%
2020	3.129,66	-903,20	28,86%
2021	3.406,57	-1.014,46	29,78%
2022	3.659,43	-1.108,07	30,28%
2023	4.416,41	-1.346,39	30,49%
2024	4.978,06	-1.540,88	30,95%
2025	5.247,14	-1.643,61	31,32%
Total	34.472,95	-10.298,26	29,87%

95. Por outro lado, no cálculo do WACC utilizado para trazer a valor presente os fluxos de caixa da CPFL Energia sem Renováveis, foi utilizada a taxa de imposto marginal de 34%, conforme se verifica de informação constante das páginas 39 e 83 do Laudo de Avaliação.

96. Sobre esse ponto, entendemos que não é razoável utilizar taxas de imposto diferentes no cálculo dos fluxos de caixa projetados e no cálculo da taxa de desconto a ser utilizada para trazer a valor presente tais fluxos.

97. Já com relação à terceira inconsistência do Laudo de Avaliação destacada no parágrafo 68 acima *("seleção de empresas comparáveis à CPFL Energia não considerou empresas brasileiras com características muito similares à referida companhia, em termos de porte e ramo de atuação, enquanto que se utilizou de empresas muito menos similares"*), cabe mencionar o que segue.

98. Primeiramente, cabe mencionar que a seleção de empresas comparáveis para utilização em comparação por múltiplos deve ser realizada, segundo Damodaran[1], com base em determinadas características que devem ser semelhantes entre elas, com destaque para o fluxo de caixa, potencial de crescimento e risco, conforme se verifica do trecho de seu livro abaixo reproduzido:

> *"Uma empresa similar é aquela com fluxos de caixa, potencial de crescimento e risco semelhantes aos da empresa sob avaliação. O ideal seria que tivéssemos a possibilidade de avaliar uma empresa observando como outra empresa exatamente idêntica – em termos de risco, crescimento e fluxos de caixa – é precificada. Na maioria das vezes, no entanto, os analistas definem empresas similares como sendo outras empresas no mesmo setor, ou setores, daquela que está sendo avaliada. Se existem empresas suficientes no setor para permitir essa análise, essa lista será reduzida mais ainda utilizando-se outros critérios. Por exemplo, apenas empresas de tamanho similar podem ser consideradas. O pressuposto implícito aqui é que empresas do mesmo setor têm risco, crescimento e perfis de fluxo de caixa similares e, portanto, podem servir comparativamente com muito mais legitimidade."*

99. Para tornar essa análise um pouco mais objetiva, entendemos ser necessário definir parâmetros que nos auxiliem a verificar a semelhança entre empresas sob os aspectos fluxo de caixa, potencial de crescimento e risco.

100. Nesse sentido, nos parece plausível considerar que o tamanho de uma empresa (em termos do valor de seus ativos totais) estaria de certa maneira relacionado à sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros, enquanto que o setor, ou setores, onde ela atua, aliado ao país, ou países, onde está inserida, estariam diretamente relacionados aos riscos aos quais está exposta, bem como ao perfil de seu fluxo de caixa.

101. Dito isso, cabe verificar as características relevantes das empresas que foram escolhidas pelo Avaliador como comparáveis à CPFL Energia, o que será feito por meio da tabela abaixo:

Dados CPFL Energia e empresas selecionadas pelo Avaliador como comparáveis (Fonte: Laudo / Bloomberg / B3 / CVM)				
Companhia	**Setor Atuação**	**Local de Atuação**	**Total Assets (em bilhões)[2]**	**Ibovespa em 31/03/2016**
CPFL Energia	Geração, Transmissão, Distribuição e Comercialização de energia elétrica	Brasil	R$ 41,79	SIM
Empresas Comparáveis				
Engie Brasil Energia S.A.	Geração e Comercialização de energia elétrica	Brasil	R$ 15,24	NÃO
Duke Energy Corp.	Geração, Transmissão e Distribuição de energia elétrica	Estados Unidos	R$ 437,92	NÃO
EDP – Energias de Portugal S.A.	Geração, Distribuição e Transmissão de energia elétrica	Portugal, Espanha, França, Bélgica, Polônia, Romênia, Itália, Reino Unido, Estados Unidos e Canadá	R$ 167,88	NÃO
Nextera Energy Partners	Geração de energia elétrica	América do Norte	R$ 25,76	NÃO
Iberdrola S.A.	Geração, Transmissão, Distribuição e Comercialização de energia elétrica	Europa, Estados Unidos e América Latina	R$ 455,67	NÃO
Southern Co	Geração, Transmissão e Distribuição de energia elétrica	Estados Unidos	R$ 354,20	NÃO
Brookfield Renewable Partners	Geração de energia elétrica	América do Norte, Colômbia, Brasil e Europa	R$ 90,08	NÃO

102. Conforme se verifica, o Avaliador selecionou empresas em sua maioria com algumas diferenças em relação à CPFL Energia, no que se refere às características que elencamos como relevantes para fins de comparação por múltiplos, dentre as quais destacamos o local e setor de atuação.

103. Sobre esse ponto, o Avaliador incluiu no Laudo de Avaliação (pág. 43), em face de Ofício encaminhado por esta área técnica, as seguintes justificativas:

> *"A inclusão de empresas estrangeiras se deu considerando a reduzida amostra de empresas com perfil significativamente comparável ao da CPFL Energia, situação agravada quando excluídas as companhias controladas por entes públicos – como Cemig, Light e Copel.*
>
> *Adicionalmente, as contribuições dos segmentos de distribuição, geração e comercialização/serviços para o EBITDA da CPFL Energia foram,*

respectivamente, de 51%, 45% e 4%, conforme informado através do sítio eletrônico de relacionamento com investidores da Companhia. Desta maneira, as referidas comparáveis foram escolhidas a fim de contemplar a importância do segmento de geração para os resultados da Companhia".

104. Não obstante à argumentação acima, o Avaliador, quando elaborou recentemente o laudo de avaliação de Afluente Geração de Energia Elétrica S.A. ("Afluente"), com data base de 17/04/2017, no âmbito de sua OPA por alienação de controle, além de selecionar somente empresas brasileiras como comparáveis, selecionou companhias controladas por entes públicos como Cemig, Copel e Cesp.

105. Cabe mencionar ainda que tais companhias são integradas, ou seja, não atuam somente no setor de geração, como a Afluente, porém nem isso, nem o fato de elas serem controladas por entes públicos, representaram empecilho para que fossem pelo Avaliador selecionadas como comparáveis naquele caso.

106. Voltando ao caso concreto, entendemos que a exclusão, na seleção de empresas comparáveis, de companhias que possuem porte (bilhões de reais em valor de ativos totais), mercado de atuação (integrada – Geração, Transmissão, Distribuição e Comercialização de energia elétrica) e local de atuação (Brasil) similares aos da CPFL Energia, apenas pelo fato de serem controladas por entes públicos, não se justifica.

107. Há ainda que se pontuar que, assim como a CPFL Energia, existem empresas brasileiras que, além se enquadrarem em todos os critérios acima mencionados, ainda têm suas ações listadas no Ibovespa, o que, em nosso entendimento, dá maior credibilidade ao cálculo de seu valor de mercado, parâmetro que é utilizado no cálculo do múltiplo EV/EBITDA, escolhido pelo Avaliador para realizar a análise de comparação por múltiplos no Laudo de Avaliação.

108. Nessa linha, verificamos que à época da alienação de controle existiam 4 empresas no Ibovespa que atuavam de forma integrada no setor de energia elétrica, tinham porte comparável ao da CPFL Energia e não foram selecionadas pelo Avaliador como comparáveis à referida companhia, quais sejam, Cia Energética de Minas Gerais – Cemig, Cia Paranaense de Energia – Copel, Equatorial Energia S.A. e EDP Energias do Brasil, cujas principais características expomos abaixo:

Dados empresas do Ibovespa à época da alienação de controle, integradas e com porte comparável ao da CPFL Energia (Fonte: B3 / CVM)				
Companhia	**Setor Atuação**	**Local de Atuação**	**Total Assets (em bilhões)[3]**	**Ibovespa em 31/03/2016**
Cia Energética de Minas Gerais - Cemig	Geração, Transmissão, Distribuição e Comercialização de energia elétrica	Brasil	R$ 41,83	SIM
Cia Paranaense de Energia - Copel	Geração, Transmissão, Distribuição e Comercialização de energia elétrica	Brasil	R$ 33,71	SIM
Equatorial Energia S.A.	Geração, Transmissão, Distribuição e Comercialização de energia elétrica	Brasil	R$ 15,07	SIM
EDP Energias do Brasil	Geração, Transmissão, Distribuição e Comercialização de energia elétrica	Brasil	R$ 20,07	SIM

109. Um dos Pareceres encaminhados em 06/09/2017 pela Ofertante no âmbito do presente caso, elaborado pelo Sr. Oscar Malvessi (documento nº 0356651), traz, na página 7, uma tabela onde elenca companhias que julga serem integradas no setor de energia elétrica, onde inclui a Cemig, a Copel e a EDP Energias do Brasil, todas constantes da tabela acima.

110. Dito isso, para fins de enriquecer a análise, faremos o exercício de simular, de forma conservadora, a correção das inconsistências destacadas no início da presente seção.

111. No que tange ao critério de fluxo de caixa descontado, os ajustes que faremos serão apenas no sentido de:

(i) substituir os fluxos de caixa projetados para os demais anos após 2025 da CPFL Renováveis por um cálculo de perpetuidade com crescimento real igual a zero, ajustando o Capex do fluxo de 2025 utilizado como base para a perpetuidade para igualá-lo à Depreciação daquele mesmo ano;

(ii) refletir o ajuste descrito acima no cálculo dos valores projetados para a CPFL Energia após 2025; e

(iii) ajustar o valor dos impostos considerados no cálculo dos fluxos de caixa projetados até 2025 da CPFL Energia, de modo que o percentual desses valores, desconsiderando aqueles referentes à CPFL Renováveis, passem a representar 34% do EBIT, alinhando assim a alíquota utilizada para projetar os fluxos de caixa da CPFL Energia sem Renováveis, com aquela utilizada no cálculo do WACC usado para trazer tais fluxos a valor presente.

112. Antes de iniciarmos esse exercício, cabe esclarecer que, ainda que incluíssemos no modelo as 4 companhias comparáveis à CPFL Energia citadas anteriormente (Cia Energética de Minas Gerais – Cemig, Cia Paranaense de Energia – Copel, Equatorial Energia S.A. e EDP Energias do Brasil), o cálculo do beta desalavancado da CPFL Energia utilizado no Laudo de Avaliação não se alteraria, conforme se verifica da tabela abaixo:

Cálculo do Beta desalavancado de CPFL Energia considerando a adição de 4 comparáveis		
Comparáveis	Beta Desalavancado	Fonte
Brookfield	0,52	Laudo
Nextera	0,16	Laudo
Engie	0,70	Laudo
Duke	0,28	Laudo
EDP Portugal	0,43	Laudo
Iberdrola	0,52	Laudo
Southern	0,34	Laudo
Equatorial	0,38	Economática
Cemig	0,74	Economática
COPEL	0,70	Economática
EDP Brasil	0,43	Economática
Mediana beta	**0,43**	

113. Ademais, cabe mencionar que realizaremos a análise tratando separadamente a CPFL Energia sem Renováveis e a CPFL Renováveis, para, ao fim, podermos chegar a uma conclusão sobre a CPFL Energia somando os valores obtidos.

114. Dito isso, o primeiro passo necessário para realizarmos os ajustes anteriormente mencionados será calcular o valor da perpetuidade da CPFL Renováveis com crescimento real zero, o que será demonstrado por meio da tabela abaixo:

Cálculo do valor presente da Perpetuidade para a CPFL Renováveis (em MM R$)	
Net Revenues 2025	2.773,15
(-) Costs 2025	-
(-) Expenses 2025	-1.018,19
(+/-) Adjustments 2025	-
(=) EBIT 2025	1.754,96
(-) Taxes 2025	-71,15
(=) NOPLAT 2025	1.683,81
(+) Social Security amortization 2025	-
(+) Goodwill amortization 2025	-
(+) D&A 2025	476,31
(+/-) Net working capital investment 2025	-3,91
(-) CapEx 2025	-476,31 (ajustado para se igualar à depreciação)
(=) FCFF 2025	1.679,91
PV FCFF 2025	499,81
WACC	13,24% a.a.
Crescimento Nominal	3,57% a.a. (apenas a inflação projetada)
Perpetuidade CPFL Renováveis 2025	17.993,38
VP Perpetuidade CPFL Renováveis	**5.353,42**

115. Ademais, cabe lembrar que, conforme verificamos no parágrafo 78 acima, os fluxos de caixa projetados após 2025 para a CPFL Energia sem Renováveis, considerados em conjunto com a perpetuidade já existente no Laudo de Avaliação para a CPFL Energia (cujo valor não se refere à CPFL Renováveis), equivalem a um cálculo de perpetuidade, onde a CPFL Energia sem Renováveis, com base em seu fluxo de caixa de 2025, teria um crescimento nominal em seus resultados da ordem de 5,14% a.a., ou um crescimento real da ordem de 1,51% a.a., considerando a inflação prevista no longo prazo pelo Avaliador de 3,57% a.a.

116. De posse do crescimento na perpetuidade para a CPFL Energia sem Renováveis (5,14%), foi possível então ajustar os valores referentes a impostos em seu fluxo de caixa, de modo que passassem a representar 34% de seu EBIT, sendo possível, assim, recalcular a perpetuidade para a CPFL Energia sem Renováveis com base no fluxo de caixa de 2025 alterado por conta da alíquota de imposto incidente.

117. O resultado desse exercício é demonstrado por meio da tabela abaixo:

Fluxo de caixa descontado da CPFL Energia sem Renováveis (em MM R$; WACC = 11,14% a.a.; Cresc. Nominal = 5,14% a.a.; T = 34%)												
	2016 (9M)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025 (Base Perpetuidade)	Perpetuidade
EBIT*(1-34%)	1.121	1.575	1.746	1.940	2.066	2.248	2.415	2.915	3.286	3.463	3.463	
(+) Social Security amortization	53	112	107	83	63	46	36	37	19	45	45	
(+) Goodwill amortization	74	98	98	98	98	98	98	98	98	98	98	
(+) D&A	640	725	777	837	909	974	1.026	1.071	1.111	1.176	1.176	
(+/-) Net working capital investment	645	58	239	-546	984	545	248	545	77	36	36	
(-) CapEx	-1.179	-1.630	-1.753	-1.921	-2.022	-1.388	-1.544	-1.626	-1.873	-1.965	-1.965	
(=) FCFF	1.354	940	1.215	490	2.097	2.524	2.279	3.041	2.718	2.853	2.853	49.985
PV FCFF	1.251	781	908	330	1.270	1.375	1.117	1.341	1.079	1.019	1.019	17.849

118. Abaixo reproduzimos tabela similar à acima referente ao fluxo de caixa descontado da CPFL Renováveis, já considerando o cálculo da perpetuidade com crescimento real igual a zero que fizemos anteriormente:

Fluxo de caixa descontado da CPFL Renováveis (em MM R$; WACC = 13,24% a.a.; Cresc. Nominal = 3,57% a.a.)												
	2016 (9M)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025 (Base Perpetuidade)	Perpetuidade
NOPLAT	638	955	1.049	1.149	1.242	1.472	1.534	1.591	1.657	1.684	1.684	
(+) Social Security amortization	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
(+) Goodwill amortization	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
(+) D&A	311	456	458	460	462	464	466	468	472	476	476	
(+/-) Net working capital investment	-77	-19	-1	-0	-2	-20	2	2	2	-4	-4	
(-) CapEx	-1.213	-499	-58	-40	-21	-20	-21	-21	-22	-23	-476	
(=) FCFF	-342	893	1.448	1.569	1.681	1.895	1.980	2.040	2.108	2.133	1.680	17.993
PV FCFF	**-312**	**719**	**1.029**	**984**	**931**	**927**	**855**	**778**	**710**	**635**	**500**	**5.353**

119. Com base nos valores demonstrados acima, é possível calcular o valor da firma ajustado para a CPFL Energia e para CPFL Renováveis e, consequentemente, qual seria a proporção do Equity ajustada entre as duas companhias, resultando em um novo preço por ação de CPFL Renováveis no âmbito da Transação, conforme veremos a seguir:

Resultado Final dos ajustes realizados no fluxo de caixa descontado da CPFL Energia (com base em dados do 1T/2016)	
EV CPFL Energia (MM)	40.931,01
(+) Caixa e Equivalentes (MM)	4.418,46
(-) Dídiva (MM)	-20.237,03
(+) Ativos não operacionais (MM)	3.952,36
(-) Passivos não operacionais (MM)	-2.039,11
(-) Outros (MM)	-1.738,29
Valor do Equity (MM)	**25.287,40**
Nº de ações	993.014.215
Preço por ação	R$ 25,47
Resultado Final dos ajustes realizados no fluxo de caixa descontado da CPFL Renováveis (com base em dados do 1T/2016)	
EV CPFL Renováveis (MM)	12.610,28
(+) Caixa e Equivalentes (MM)	1.189,05
(-) Dídiva (MM)	-6.107,37
(+) Ativos não operacionais (MM)	151,61
(-) Passivos não operacionais (MM)	-168,49
(-) Outros (MM)	-114,84
Valor do Equity (MM)	**7.560,23**
Nº de ações	503.308.389
Preço por ação	R$ 15,02
Cálculo do preço referente à CPFL Renováveis na alienação de controle	
Proporção Equity Renováveis/Energia	**29,90%**
Preço Energia pago na alienação	R$ 25,00
Nº de ações de Energia na data da alienação	1.017.914.746
Valor do Equity segundo preço da alienação (MM)	R$ 25.447,87
Preço Renováveis (tratamento igualitário)	**R$ 15,12**

120. No que se refere ao critério de avaliação por múltiplos constante do Laudo de Avaliação, apenas inseriremos, dentre as empresas selecionadas como comparáveis à CPFL Energia pelo Avaliador, as companhias (i) Cia Energética de Minas Gerais – Cemig, (ii) Cia Paranaense de Energia – Copel, (iii) Equatorial Energia S.A. e (iv) EDP Energias do Brasil, as quais, como demonstramos, são muito similares à CPFL Energia, considerando os aspectos porte, setor de atuação e país de atuação, além de comporem o Ibovespa à época da Transação.

121. Adicionando os múltiplos EV/EBITDA dessas companhias (referentes à 31/03/2016) à análise que já tinha sido feita pelo Avaliador no Laudo de Avaliação, temos o resultado exposto por meio das tabelas abaixo:

Comparáveis CPFL Energia	EV / EBITDA (1T/2016)	Fonte
Engie Brasil Energia S.A.	8,19	Laudo
Duke Energy Corp.	11,57	Laudo
EDP – Energias de Portugal S.A.	8,54	Laudo
Nextera Energy Partners	12,15	Laudo
Iberdrola S.A.	9,75	Laudo
Southern Co	11,60	Laudo
Brookfield Renewable Partners	20,53	Laudo
Cia Energética de Minas Gerais - Cemig	7,80	Economática
Cia Paranaense de Energia - Copel	5,70	Economática
Equatorial Energia S.A.	8,90	Economática
EDP Energias do Brasil	3,70	Economática
Mediana	**8,90**	

Comparáveis CPFL Renováveis	EV / EBITDA (1T/2016)	Origem
Engie Brasil Energia S.A.	8,19	Laudo
EDP Renováveis	8,48	Laudo
Nextera Energy Partners	12,15	Laudo
Brookfield Renewable Partners	20,53	Laudo
Mediana	**10,31**	

Cálculo do Preço por ação de CPFL Energia com base no EV/EBITDA de 8,9 (dados: 1T/2016)	
EBITDA (MM)	R$ 3.725
EV em função do múltiplo encontrado (MM)	R$ 33.153
Caixa e equivalentes (MM)	R$ 4.418
Dívida (MM)	-R$ 20.237
Ajustes ativos não operacionais (MM)	R$ 3.952
Ajustes passivos não operacionais (MM)	-R$ 2.039
Participações de minoritários (Renováveis) (MM)	-R$ 2.500
Outros minoritários (MM)	-R$ 445
Valor do Equity	R$ 16.302
Nº de ações	993.014.215
Preço por ação	**R$ 16,42**

Cálculo do Preço por ação de CPFL Renováveis com base no EV/EBITDA de 10,32 (dados: 1T/2016)	
EBITDA (MM)	R$ 992
EV em função do múltiplo encontrado (MM)	R$ 10.227
Caixa e equivalentes (MM)	R$ 1.189
Dívida (MM)	-R$ 6.107
Ajustes ativos não operacionais (MM)	R$ 152
Ajustes passivos não operacionais (MM)	-R$ 168
Outros minoritários (MM)	-R$ 126
Valor do Equity	R$ 5.165
Nº de ações	503.308.389
Preço por ação	**R$ 10,26**

Resultados da análise por múltiplos EV/EBITDA	
Equity Energia (MM)	R$ 16.302
Equity Renováveis (MM)	R$ 5.165
Proporção Equity Renováveis/Energia	31,68%
Preço pago Energia alienação	R$ 25,00
Nº Ações Energia (data alienação)	1.017.914.746
Equity Energia Alienação (MM)	R$ 25.448
Equity proporcional Renováveis alienação (MM)	R$ 8.063
Preço por Ação Renováveis (tratamento igualitário)	**R$ 16,02**

122. Como se percebe, com a correção das inconsistências destacadas na parte inicial da presente seção, o preço por ação a ser atribuído à CPFL Renováveis no âmbito da Transação seria, de acordo com o método do fluxo de caixa descontado, igual a R$ 15,12, enquanto que, de acordo com o método da comparação por múltiplos EV/EBITDA, esse preço seria de R$ 16,02 por ação, o que representa uma diferença com relação ao preço calculado por meio da Demonstração Justificada de Preço apresentada pela Ofertante da ordem de, respectivamente, 24% e 31%.

123. Com base no exposto até o momento nesta seção, **concluímos que o Laudo de Avaliação contém premissas que não consideramos razoáveis, de modo que entendemos não ser possível realizar o teste de consistência do preço calculado por meio da Demonstração Justificada de Preço com base no referido laudo.**

124. Ainda que não venham a ter influência na conclusão supra, vale destacar algumas questões observadas no Laudo de Avaliação e no processo de elaboração do mesmo que nos chamaram a atenção, quais sejam:

(i) Premissa do Avaliador de que as ações de CPFL Energia têm baixa liquidez; e

(ii) Participação de representantes do Ofertante em reuniões do Avaliador com as companhias avaliadas.

125. Com relação à questão (i) acima elencada, cabe mencionar que o Laudo de Avaliação, em sua página 7, apresenta a seguinte afirmação:

> "*A metodologia selecionada pelo Fator como mais adequada para a determinação do preço justo da CPFL Energia é o fluxo de caixa descontado, pois do ponto de vista econômico-financeiro, captura de forma melhor as mudanças no cenário macroeconômico e no setor de atuação da CPFL Energia, bem como o seu desempenho no curto, médio e longo prazo, em linha com o seu plano de negócios.* ***Adicionalmente, o preço médio ponderado das ações na B3 não reflete corretamente o valor da CPFL Energia devido à baixa liquidez das ações com relação a outros ativos que compõem o índice Bovespa****, quando levada em consideração a relação entre volume diário negociado e capitalização total*" (grifo nosso).

126. A princípio, parece não ser razoável a afirmação acima, uma vez que qualquer ação integrante do Ibovespa teria em tese liquidez suficiente para ser corretamente "precificada" pelo mercado acionário, refletindo o valor intrínseco da companhia pela qual foi emitida, o que não poderia ser diferente com as ações de emissão da CPFL Energia, independentemente de sua liquidez em relação às demais ações integrantes daquele índice.

127. Ademais, a elevada liquidez das ações de emissão de CPFL Energia é um fato reconhecido também pela Ofertante, conforme se verifica no seguinte trecho da Demonstração Justificada de Preço:

> *"(...) 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. As ações da CPFL Energia historicamente apresentaram liquidez relevante, equivalente a um valor médio de negociação diária de R$41,2 milhões nos últimos doze meses ("UDM") anteriores a 1º de julho de 2016, portanto, o preço das ações da CPFL Energia no mercado poderia ser considerado como uma referência válida para avaliar o valor da CPFL Energia".*

128. Assim, discordamos da afirmação do Avaliador de que "(...) *o preço médio ponderado das ações na B3 não reflete corretamente o valor da CPFL Energia devido à baixa liquidez das ações com relação a outros ativos que compõem o índice Bovespa*" e concordamos com a afirmação constante da própria Demonstração Justificada de Preço de que "(...) *o preço das ações da CPFL Energia no mercado poderia ser considerado como uma referência válida para avaliar o valor da CPFL Energia".*

129. Desse modo, entendemos que os valores obtidos no Laudo de Avaliação pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado deveriam ter sido analisados tendo como uma relevante referência a cotação de mercado das ações de CPFL Energia.

130. Logo, quando comparamos o valor econômico das ações de CPFL Energia indicado pelo Laudo de Avaliação de R$ 25,65, segundo o fluxo de caixa descontado,

com o valor de R$ 17,10, também calculado no Laudo de Avaliação, referente à cotação média ponderada do preço dessas mesmas ações no período de 12 meses antes do anúncio da transação de alienação de controle ("Transação"), ou com a cotação de fechamento do dia 30/06/2016 (R$ 20,59), dia anterior ao anúncio da Transação, constatamos ágios em torno de 50% e 25% respectivamente, o que pode ser considerado excessivo para uma companhia com liquidez tão elevada.

131. Nessa mesma linha, é interessante notar que o cálculo do fluxo de caixa descontado de CPFL Renováveis resulta no valor por ação de R$ 11,94, representando deságio de cerca de 7% em comparação com o valor R$ 12,86, também calculado no Laudo de Avaliação, referente à cotação média ponderada pelo volume de negociação do preço dessas mesmas ações no período de 12 meses anteriores ao anúncio da Transação, ou um ágio em torno de apenas 4%, se considerarmos a cotação do dia anterior ao referido anúncio.

132. Assim, de acordo com os valores constantes do Laudo de Avaliação, a diferença entre o preço de mercado (cotação em bolsa) e o valor intrínseco das ações de CPFL Energia, uma companhia cujas ações têm elevada liquidez, é muito maior do que a diferença entre o preço de mercado e o valor intrínseco das ações de CPFL Renováveis, uma companhia cujas ações têm baixa liquidez.

133. Já com relação à questão (ii) elencada no parágrafo 124 acima, e conforme já mencionado no parágrafo 32, em 20/12/2017, encaminhamos o Ofício nº 427/2017 /CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0410307), comunicando exigências sobre o Laudo de Avaliação a serem atendidas no âmbito do pedido de registro da OPA. Entre as exigências reiteradas no referido Ofício, transcrevemos a seguinte:

> *"2.6.1. Encaminhar à CVM:*
>
> (...)
>
> *(viii) informação sobre a data e os participantes das reuniões referidas no seguinte trecho da página 14 do Laudo: "Reuniões com a Companhia para compreensão dos componentes de crescimento e operação" (exigência a ser atendida pelo Avaliador)."*

134. Em 19/01/2018, a Ofertante protocolou expediente (documento nº 0425464), em atendimento ao Ofício nº 427/2017/CVM/SRE/GER-1. Especificamente sobre a exigência 2.6.1 acima transcrita, o Avaliador informou os nomes dos participantes que representaram o Avaliador e a CPFL Energia nas reuniões realizadas "(...) *para compreensão dos componentes de crescimento e operação"* e adicionalmente informou que em alguns dos encontros também participaram representantes da State Grid "(...) *com o objetivo de acompanhar os executivos da CPFL Energia no levantamento das informações necessárias para o desenvolvimento dos trabalhos*".

135. Entendemos que a participação de representantes da Ofertante no levantamento das informações necessárias para a elaboração do Laudo de Avaliação é inconveniente, uma vez que mesmo que essa participação tenha se pautado no auxílio aos trabalhos do Avaliador, existiu aí uma situação de potencial conflito de interesses, já que, para o Ofertante, um aumento no preço de CPFL Renováveis poderia refletir em maiores gastos na OPA.

136. Ademais, essas informações levantadas na elaboração do Laudo de Avaliação são referentes a período anterior à gestão da State Grid, de forma que não seria em tese necessária a participação de representantes da Ofertante nessas reuniões.

137. Assim, consideramos que o potencial conflito de interesses criado com a participação de representantes da Ofertante nas reuniões de coleta de informações para elaboração do Laudo de Avaliação é um fator que pode ter influenciado enviesadamente as conclusões a que se chegou por meio do referido documento.

III.4 – Teste de Consistência da Demonstração Justificada de Preço

138. Uma vez que concluímos que o Laudo de Avaliação não nos permite fazer o teste de consistência do preço calculado por meio da Demonstração Justificada de Preço, buscamos formas alternativas de realizar essa análise.

139. Para tal, buscamos primeiramente utilizar em conjunto uma série 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.

140. Nesse sentido, calculamos, pelos critérios abaixo elencados, a relação entre o valor da CPFL Renováveis e da CPFL Energia, e consequentemente qual seria o preço da Oferta, resultante dessa relação, que reflete o tratamento igualitário previsto na regulamentação aplicável:

(i) Preço médio ponderado das ações nos 12 meses anteriores à Transação, critério previsto no item XII a) 1. do Anexo III da Instrução CVM 361;

(ii) Preço médio ponderado das ações nos 60 pregões anteriores à Transação, critério previsto no § 2º do art. 30 da Instrução CVM 361;

(iii) Valor do patrimônio líquido disponível à época da Transação;

(iv) Preço alvo divulgado em relatórios elaborados por analistas de mercado que avaliaram as duas Companhias anteriormente à Transação (Itaú BBA, Morgan Stanley e BTG Pactual); e

(v) Proporção de EBITDA das duas Companhias constante do orçamento aprovado por seus conselhos de administração disponível à época da Transação (dados referentes aos anos de 2016 a 2020).

141. As tabelas abaixo expõem o resultado da aplicação de cada um desses critérios ao caso ora em análise:

(i) e (ii) Avaliação pelo Preço Médio Ponderado (VWAP) das ações no mercado anteriormente à alienação de controle

Informações	Critério VWAP 12 meses (pré alienação)	Critério VWAP 60 pregões (pré alienação)
VWAP Energia	R$ 17,10	R$ 19,37
VWAP Renováveis	R$ 12,86	R$ 12,97
Nº Ações Energia	1.017.914.746	1.017.914.746
Nº Ações Renováveis	503.308.389	503.308.389
Equity Energia (MM)	R$ 17.406,34	R$ 19.717,01
Equity Renováveis (MM)	R$ 6.472,55	R$ 6.527,91
Proporção Equity Renováveis/Energia	37,18%	33,11%
Preço pago Energia alienação	R$ 25,00	R$ 25,00
Equity Energia Alienação (MM)	R$ 25.447,87	R$ 25.447,87
Equity proporcional Renováveis alienação (MM)	R$ 9.462,79	R$ 8.425,28
Preço por Ação Renováveis (tratamento igualitário)	**R$ 18,80**	**R$ 16,74**

(iii) Avaliação pelo Patrimônio Líquido Contábil disponível à época da alienação de controle

Informações	Dados Demonstrações Financeiras de 31/03/2016
Nº Ações Energia	993.014.215
Nº Ações Renováveis	503.308.389
PL Energia (MM)	R$ 10.357,88
PL Renováveis (MM)	R$ 4.194,52
Proporção PL Renováveis/Energia	40,50%
Preço pago Energia alienação	R$ 25,00
Nº Ações Energia (data alienação)	1.017.914.746
Equity Energia Alienação (MM)	R$ 25.447,87
Equity proporcional Renováveis alienação (MM)	R$ 10.305,36
Preço por Ação Renováveis (tratamento igualitário)	**R$ 20,48**

(iv) Avaliação pelo preço alvo divulgado em relatórios elaborados por analistas de mercado que avaliaram as duas Companhias anteriormente à alienação de controle

Informações	Itáu BBA	Morgan Stanley	BTG Pactual
Data Relatório Energia	18/04/2016	13/05/2016	13/05/2016
Data Relatório Renováveis	18/04/2016	12/05/2016	12/05/2016
Preço Alvo Energia	R$ 20,00	R$ 23,00	R$ 17,00
Preço Alvo Renováveis	R$ 13,00	R$ 14,50	R$ 12,00
Nº Ações Energia	993.014.215	1.017.914.746	1.017.914.746
Nº Ações Renováveis	503.308.389	503.308.389	503.308.389
Equity Energia (MM)	R$ 19.860,28	R$ 23.412,04	R$ 17.304,55
Equity Renováveis (MM)	R$ 6.543,01	R$ 7.297,97	R$ 6.039,70
Proporção Equity Renováveis/Energia	32,95%	31,17%	34,90%
Média Proporção Equity Renováveis/Energia	33,01%		
Análise a partir da Média da Proporção Equity Renováveis/Energia			
Nº ações Energia (data alienação)	1.017.914.746		
Preço pago Energia alienação	R$ 25,00		
Equity Energia Alienação (MM)	R$ 25.447,87		
Equity proporcional Renováveis alienação (MM)	R$ 8.399,45		
Nº de Ações Renováveis	503.308.389		
Preço por Ação Renováveis (tratamento igualitário)	**16,69**		

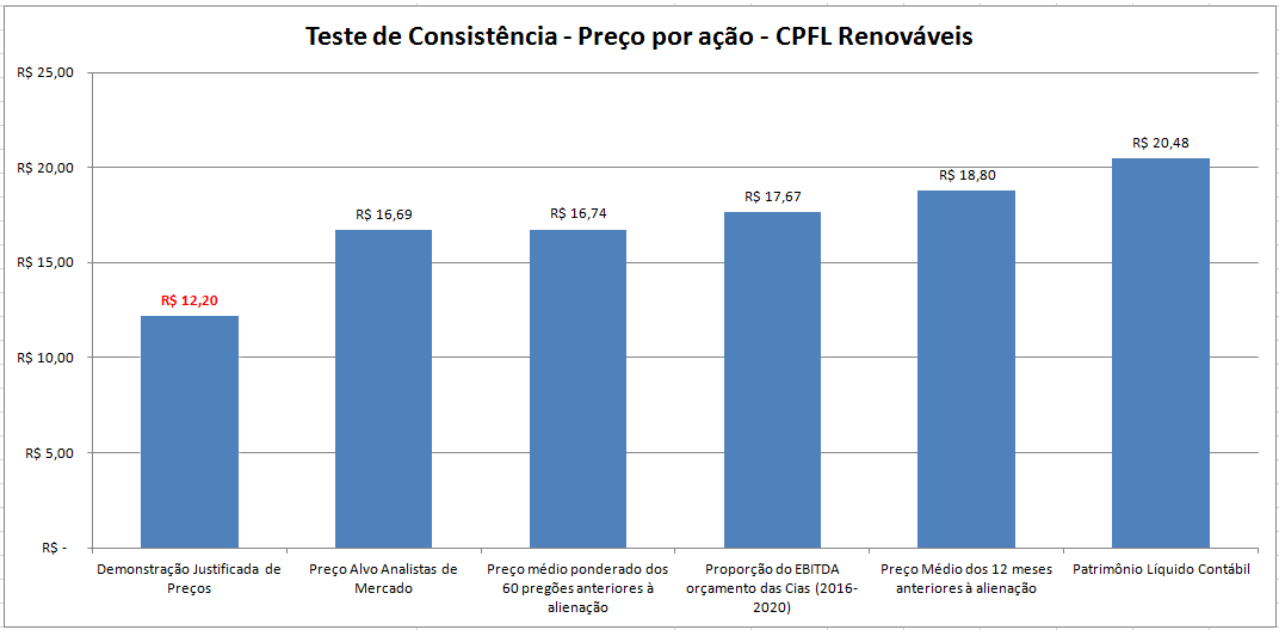
(v) Avaliação pela proporção do EBITDA das duas Companhias constante do orçamento aprovado por seus conselhos de administração disponível à época da Transação (dados referentes aos anos de 2016 a 2020)

Ano	EBITDA CPFL Energia	EBITDA CPFL Renováveis	Proporção
2016	3.805.046	1.184.765	31,14%
2017	4.277.700	1.449.784	33,89%
2018	4.638.134	1.536.994	33,14%
2019	5.076.221	1.622.573	31,96%
2020	5.388.028	1.768.440	32,82%
Média	**4.637.026**	**1.512.511**	**32,62%**
Análise a partir da proporção do EBITDA Renováveis/Energia 2016-2020			
Nº Ações de Energia na época da alienação	1.017.914.746		
Preço por ação de Energia na alienação	R$ 25,00		
Equity Value Energia na alienação (MM)	R$ 25.447,87		
Dívida líquida da CPFL Energia em 31/03/2016 (MM)	R$ 14.036,00		
Minoritários da CPFL Energia 31/03/2016 (MM)	R$ 3.253,00		
Enterprise Value da CPFL Energia na alienação (MM)	**R$ 42.736,87**		
Proporção EBITDA Renováveis/Energia	32,62%		
Enterprise Value da CPFL Renováveis na alienação (MM)	R$ 13.939,97		
Dívida Líquida Renováveis em 31/03/2016 (MM)	R$ 4.918,00		
Minoritários Renováveis em 31/03/2016 (MM)	R$ 126,00		
Equity Renováveis (MM)	R$ 8.895,97		
Nº de ações Renováveis	503.308.389		
Preço por Ação Renováveis (tratamento igualitário)	**R$ 17,67**		

142. Cabe mencionar que a avaliação pela proporção do EBITDA das duas Companhias, conforme realizada acima, de certa forma mitiga os problemas que expusemos na seção "III.2 – Considerações sobre a Demonstração Justificada de Preço" do presente Relatório, uma vez que, além de considerar dados referentes a 5 anos, o que captura melhor eventuais diferenças entre as Companhias que se refletem em seus fluxos de caixa ao longo do tempo, considera dados prospectivos das mesmas à época da Transação, o que está melhor alinhado com a visão comumente empregada em avaliação de ativos.

143. Conforme se percebe dos dados expostos, o preço por ação resultante da Demonstração Justificada de Preço para CPFL Renováveis (R$ 12,20) não encontra respaldo em nenhum dos preços encontrados com a aplicação dos critérios acima exercitados.

144. O gráfico abaixo resume todos os exercícios realizados nesta seção com vistas a testar a consistência do valor atribuído por ação de CPFL Renováveis, na alienação de controle, por meio da Demonstração Justificada de Preço apresentada pela Ofertante:



145. Com base em todos os exercícios que foram realizados para subsidiar o teste de consistência do valor por ação de emissão de CPFL Renováveis constante da Demonstração Justificada de Preço, entendemos que o preço que, dentro de uma razoabilidade, 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 àquele encontrado como resultado do exercício realizado a partir do preço alvo divulgado em relatórios elaborados por analistas de mercado que avaliaram as duas Companhias anteriormente à alienação de controle (R$ 16,69).

146. Sendo assim, o valor da OPA, de modo a observar a regulamentação aplicável, deveria ser elevado, no mínimo, para R$ 16,69, valor ainda a ser atualizado desde a data de pagamento pelas ações do antigo controlador até a liquidação da Oferta.

IV. Conclusão

147. Por todo o exposto acima, proponho encaminharmos Ofício à Ofertante, com cópia para a Companhia, informando sobre a conclusão a que chegamos por meio do presente Relatório, de que o preço da OPA sendo inferior a R$ 16,69 por ação de emissão de CPFL Renováveis fere o requisito de tratamento igualitário previsto na regulamentação aplicável a essa operação, dando um prazo de até 30 dias para que seja reapresentada a documentação da Oferta refletindo esse entendimento."

IV. Alegações da Recorrente

47. Em face do entendimento desta área técnica manifestado por meio do Ofício nº 41/2018/CVM/SRE/GER-1, com base no Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, a Recorrente apresentou recurso acompanhado de 3 Anexos, os quais constam do documento 0453020 (Recurso) às páginas 41 a 115.

48. O primeiro Anexo ao Recurso contém complementos a alguns dos pareceres encaminhados anteriormente pela Ofertante no âmbito do Processo CVM nº 19957.005715/2017-34 e do presente Processo, conforme comentamos nos parágrafos 18 e 25 do presente Memorando, mais especificamente àqueles elaborados por Ana Novaes (páginas 41 a 46 do Recurso), Maria Helena Santana (páginas 47 a 58 do Recurso) e Luciana Dias (páginas 59 a 86 do Recurso).

49. Já o segundo e o terceiro Anexos ao Recurso são entitulados como "Discussão Técnica do Laudo de Avaliação" (páginas 87 a 91 do Recurso) e "Carta Resposta Enviada pelo Avaliador" (páginas 88 a 115 do Recurso).

50. Feitas essas considerações, transcreveremos abaixo as alegações apresentadas pela Recorrente (páginas 1 a 40 do Recurso):

"**State Grid Brazil Power Participações S.A.**, sociedade anônima de capital fechado, com sede na Cidade e Estado de São Paulo, na Avenida Paulista, nº 726, 1.207, sala 04, inscrita no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ("CNPJ/MF") sob o nº 26.002.119/0001-97 ("Ofertante"), em conjunto com **Banco Santander (Brasil) S.A.**,
instituição financeira com sede na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Presidente Juscelino Kubitschek, nº 2.041 e 2.235 (Bloco A), inscrita no CNPJ/MF sob o nº 90.400.888/0001-42, na qualidade de principal instituição intermediária ("Santander") e **Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S.A.,** instituição financeira com sede na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Brigadeiro Faria Lima, nº 3.400, 18º andar, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 62.073.200/0001-21 ("BofA Merrill Lynch" e, em conjunto com Santander, "Instituições Intermediárias"), representadas de acordo com seus documentos de constituição e procurações, vêm, tempestiva e respeitosamente, perante essa Comissão, apresentar recurso contra a decisão da SRE constante do Ofício nº 41/2018 /CVM/SRE/GER-1 no âmbito do Processo CVM nº 19957.001656/2017-25, datado de 20 de fevereiro de 2018 ("Ofício") e o seu relatório de acompanhamento ("Relatório"), referente ao **Pedido de Registro da Oferta Pública de Aquisição de Ações em razão da Transferência de Controle da CPFL Energias Renováveis S.A** ("Oferta"), objetivando adquirir até 100% das ações ordinárias de emissão da **CPFL Energias Renováveis S.A.**, companhia aberta com sede na Cidade e Estado de São Paulo, na Avenida Doutor Cardoso de Melo, nº 1.184, 7º andar, CEP 04548-004, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 08.439.659/0001-50, com atos constitutivos registrados na Junta Comercial do Estado de São Paulo sob o NIRE nº 35.300.335.813 ("Companhia" ou "CPFL Renováveis"), nos termos do artigo 254-A da Lei nº 6.404, datada de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Lei nº 6.404"), artigo 29 da Instrução CVM nº 361, datada de 5 de março de 2002, conforme alterada ("Instrução CVM nº 361"), Seção VIII do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão ("Regulamento do Novo Mercado" e "B3") e Capítulo VIII do Estatuto Social da Companhia, conforme alterado ("Estatuto Social da Companhia"), da seguinte forma.

1. Antes de discutir o Ofício, entendemos que uma breve recapitulação das discussões sobre a Oferta é útil:

(i) A Ofertante e a State Grid International celebraram, em 2 de setembro de 2016, um Contrato de Aquisição de Ações ("SPA") para aquisição de ações de emissão da CPFL Energia S.A. ("CPFL Energia") detidas por seus antigos controladores, resultando, consequentemente, na transferência indireta das ações de emissão da Companhia detidas pela CPFL Energia. Nos termos do SPA, o valor estabelecido pelas partes para cada ação de emissão da Companhia detida pela CPFL Energia foi de R$12,20 por ação.

(ii) Em 23 e 28 de setembro de 2016, a CPFL Energia e a Companhia divulgaram fatos relevantes informando que os demais signatários do acordo de acionistas da CPFL Energia exerceram seu direito de venda conjunta de suas ações, tendo sido adquiridas pela Ofertante ações ordinárias de emissão da CPFL Energia representativas de aproximadamente 54,64% de seu capital votante e total, com a transferência indireta de 259.748.799 ações de emissão da Companhia, representativas de, aproximadamente, 51,60% de seu capital total e votante – configurando, assim, a alienação do controle direto da CPFL Energia e indireto da Companhia.

(iii) Em 23 de janeiro de 2017, foi concluída a operação em questão. Em 22 de fevereiro de 2017, a Ofertante apresentou à CVM pedido de registro de oferta pública unificada para aquisição de ações de emissão da Companhia, compreendendo uma oferta pública obrigatória de aquisição de ações em razão da alienação indireta de controle da Companhia e uma oferta pública de aquisição de ações para o cancelamento de registro de companhia aberta da Companhia sob a categoria "A" e sua saída do Novo Mercado. A Ofertante posteriormente desistiu da oferta de cancelamento de registro e saída do Novo Mercado, permanecendo apenas o pedido relativo à Oferta ora em discussão.

(iv) Em 9 de junho de 2017, determinados acionistas minoritários da Companhia, a saber, Pátria Energia Renovável - Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura, Pátria Energia - Fundo de Investimento Participações, GMR Energia S.A., Fundo de Investimentos em Participações Brasil Energia, Arrow Fundo de Investimento em Multimercado Crédito Privado Investimento no Exterior, Secor LLC, DEG – Deutsche Investitions - Und Entwicklungsgesellschafte mbH e IFC - International Finance Corporation apresentaram uma reclamação em relação à Oferta (respectivamente, "Reclamantes" e "Reclamação");

(v) A Reclamação questionou diferentes aspectos da demonstração justificada de preço que foi elaborada pela Ofertante ("Demonstração Justificada de Preço") para demonstrar como o valor implícito das ações da CPFL Renováveis foi determinado na operação que resultou na transferência de controle de sua controladora, CPFL Energia, e indiretamente, no controle da CPFL Renováveis;

(vi) Em 4 de julho de 2017, a State Grid Brasil apresentou sua resposta inicial à Reclamação, anexando pareceres de vários especialistas e demonstrando porque os pedidos dos Reclamantes não tinham fundamento. Outros documentos foram apresentados pelos Reclamantes e pela Ofertante nos meses subsequentes;

(vii) Em 11 de agosto de 2017, a Superintendência de Relações com Empresas ("SRE") emitiu ofício solicitando, entre outras coisas: (i) o ajuste de Demonstração Justificada de Preço para refletir a diferença na expectativa de crescimento do EBITDA das duas companhias e a utilização de dados anuais (não trimestrais) na metodologia empregada; ou (ii) que a Ofertante explicasse por que tais ajustes não eram necessários. A Ofertante, então, protocolou resposta demonstrando de forma pormenorizada e técnica por qual razão tais ajustes eram injustificáveis e desnecessários, apresentando inclusive pareceres técnicos corroborando sua posição.

(viii) Em 6 de outubro de 2017, a SRE requereu à Ofertante, com base no art. 29, parágrafo 6, da Instrução CVM nº 361, a apresentação de laudos de avaliação da CPFL Energia e da CPFL Renováveis usando as premissas aplicáveis no momento da definição do preço de compra para "testar a consistência" da Demonstração Justificada de Preço;

(ix) A Ofertante contratou o Banco Fator S.A. para preparar os laudos de avaliação, que foram apresentados à SRE em 23 de novembro de 2017. Em 16 de dezembro de 2017, a Ofertante recebeu uma nova reclamação dos Reclamantes questionando itens do laudo, a qual foi respondida em 19 de dezembro de 2017;

(x) Em 21 de dezembro de 2017, a SRE emitiu um novo ofício com perguntas e solicitações relacionadas ao laudo de avaliação. A Ofertante respondeu a essa carta e apresentou esclarecimentos e uma nova versão em 18 de janeiro de 2018. Outros documentos foram apresentados pelos Reclamantes e pela Ofertante até que o Ofício fosse finalmente emitido.

2. Por meio do Ofício, a SRE comunicou sua decisão de solicitar a alteração e o reenvio dos documentos da Oferta, para refletir o entendimento da Superintendência de que, para garantir o tratamento igualitário aos acionistas minoritários da Companhia, a metodologia adotada pela Ofertante na Demonstração Justificada de Preço deveria ser desconsiderada e o preço por ação da Oferta deveria ser pelo menos igual ao menor dos valores obtidos pela SRE com a adoção dos novos critérios apresentados no Ofício - isto é, o valor da Oferta deveria ser, no mínimo, igual a R$ 16,69 por ação, que equivale à média dos preços-alvo indicados nos relatórios de analistas de mercado elaborados pelos bancos Itaú BBA, J.P. Morgan e BTG Pactual.

3. Apresentamos abaixo, respeitosamente, os argumentos para que a SRE reconsidere sua decisão (ou, alternativamente, para que o Colegiado da CVM ("Colegiado") reforme a decisão da SRE) e permita que a Oferta seja registrada com seus termos e condições atuais. Como é possível notar, alguns desses argumentos já foram levantados pela Ofertante de alguma forma em estágios anteriores do processo de registro da Oferta e devem ser reforçados como consequência da posição da SRE. Além disso, apresentamos no Anexo I complementos aos pareceres das ex-Diretoras da CVM, Sra. Ana Novaes, Sra. Maria Helena Santana e Sra. Luciana Dias, que devem ser levados em consideração adicionalmente aos outros pareceres já apresentados.

I. OBSERVAÇÕES PRELIMINARES - OS PRECEDENTES DA CVM E A ESTABILIDADE E PREVISIVILIDADE DO MERCADO

4. Antes de discutir questões específicas mencionadas no Ofício e no Relatório, devemos apresentar um comentário geral sobre as implicações potenciais da manutenção da opinião do SRE.

5. O Colegiado da CVM vem cuidadosamente delineando, ao longo dos últimos dez anos, um arcabouço regulatório claro para ofertas públicas em razão de transferência indireta de controle. Isso ocorreu por meio de extensa discussão em casos históricos, fornecendo diretrizes ao mercado que são essenciais para sua estabilidade e previsibilidade. A transparência criada por esses precedentes tem sido fundamental para mostrar que a CVM tem uma posição consistente nessa questão, marcada por alguns aspectos fundamentais: (i) a recusa da CVM de se posicionar como um árbitro do preço ou de ser arrastada para uma discussão sobre o que seria o preço justo em uma oferta como a presente; (ii) uma análise da justificativa de preço que se limita a confirmar que o uso do método de avaliação foi consistente tanto para a companhia controladora como para a controlada; e (iii) a importância do preço contratualmente estabelecido.

6. Infelizmente, a decisão da SRE desconsiderou e contrariou a posição histórica que vem sendo adotada pela CVM sobre esse assunto. Ao invés de discutir as especificidades do caso e a aplicação correta do arcabouço legal existente, estamos efetivamente discutindo neste recurso uma abordagem completamente nova para o assunto adotada pela SRE. Lamentavelmente, a SRE não se limitou a garantir que a metodologia adotada pela Ofertante fosse aplicada de forma consistente em relação à CPFL Energia e à CPFL Renováveis, o que estaria de acordo com os precedentes da CVM: ao contrário, a SRE optou por ignorar o que o Colegiado da CVM tem consistente e deliberadamente definido, atribuindo a si própria um novo papel com poderes amplos e excessivos, entrando em uma discussão sobre a metodologia de avaliação mais adequada e decidindo qual deve ser adotada no caso atual.

7. A mensagem dada é que agora a SRE pode querer definir preços mínimos em ofertas semelhantes[4]. Em prevalecendo a posição adotada pela SRE, o mercado e os investidores perderão o referencial sobre os mecanismos de alocação de preço cuidadosamente estabelecidos pelo Colegiado da CVM ao longo dos anos, ficando sem saber como calcular o valor de aquisições que envolvam o controle indireto de companhias abertas, já que a SRE, em última instância, poderá realizar seus próprios cálculos para determinar preço mínimo sem relação com o preço real pago pelo controle indireto.

8. Como dito acima, entendemos que a manutenção da decisão da SRE vai contra a posição que vem sendo adotada pela CVM em outras operações e poderá trazer consequências graves ao mercado. A discussão dos itens contidos no Relatório pode levar a uma perda de visibilidade do cenário completo. Para que evitemos isso, uma breve recapitulação da Oferta mostra que:

(i) O preço alocado à Companhia foi claramente definido no SPA celebrado com os antigos controladores indiretos da Companhia e foi preparada uma extensa e técnica Demonstração Justificada de Preço;

(ii) Após reclamações oportunistas dos Reclamantes visando o aumento do preço, a SRE pediu para que (a) se ajustasse a Demonstração Justificada de Preço, para que fossem adotados dados anuais de EBITDA, ao invés de trimestrais, e que fossem levadas em consideração projeções de EBITDA na avaliação, ou (b) se explicasse porque a Ofertante acreditava que esse ajuste não era apropriado;

(iii) A Ofertante apresentou argumentos técnicos com as razões pelas quais as mudanças solicitadas eram inadequadas para a realização do cálculo de alocação de preço da Companhia, ao mesmo tempo em que demonstrou que o método de avaliação era válido e aplicado de forma consistente em ambas as companhias;

(iv) A SRE solicitou um laudo de avaliação para auxiliar no seu teste de consistência da Demonstração Justificada de Preço, e a Ofertante contratou o Banco Fator S.A. ("Avaliador"), uma instituição renomada, para a tarefa. O Avaliador, embora tenha escolhido um método de avaliação completamente diferente do que a Ofertante empregou (usando um método de fluxo de caixa descontado), encontrou valor semelhante ao proposto pela Ofertante e chegou a uma proporção do valor da Companhia dentro da CPFL Energia que era semelhante ao indicado na Demonstração Justificada de Preço apresentada pela Ofertante;

(v) A SRE discordou de várias premissas adotadas e com escolhas subjetivas feitas pelo Avaliador no laudo e optou por ignorá-lo inteiramente - uma decisão que é questionável por si só, especialmente considerando que a maioria dessas premissas advém do plano de negócios preparado pela CPFL Energia e pela CPFL Renováveis antes da Ofertante adquirir as ações do controle da CPFL Energia;

(vi) Em seguida, a SRE escolheu um caminho inusitado e sem precedentes: ao invés de voltar ao exercício técnico de confirmar a consistência da aplicação do

método de avaliação para ambas as companhias, a SRE simplesmente ignorou o SPA, ignorou a Demonstração Justificada de Preço, ignorou o laudo de avaliação e conduziu um exercício de avaliação totalmente novo, equivalente à definição do que deve ser um preço justo, sem qualquer relação com o preço pago pela Ofertante pelo controle da CPFL Energia.

9. Ao tentar justificar tal abordagem e passar a falsa impressão de que estava agindo de forma consistente com os precedentes do Colegiado (item 41 e ss. do Relatório), a SRE utiliza parágrafos específicos de decisões do caso Arcelor (Processo CVM nº RJ2007/1996) e de outros precedentes que não se aplicam a esta Oferta, ignorando as partes fundamentais das decisões que se aplicam ao caso em questão.

10. O contexto do caso Arcelor e de outros precedentes é omitido no Relatório, mas deve ser necessariamente levado em consideração para sua adequada interpretação. Ao analisar as decisões Arcelor, Millenium e Aços Villares em seu parecer, a Sra. Maria Helena Santana, ex-Diretora da CVM, apresenta esclarecimentos em relação à diferença entre esses casos e o da CPFL Renováveis:

> *"23. Nesse ponto, considero importante destacar um aspecto comum do contexto em que se deram as decisões da CVM nos casos Arcelor, Millenium e mesmo no Caso Aços Villares:* ***em nenhum deles havia no contrato de compra e venda de ações um preço atribuído à controlada indireta objeto da OPA sob análise, ou mesmo alguma forma de indicação prévia da parcela de preço atribuída a ela****.*
>
> *24. Esse fato é importante porque a omissão levou a CVM a discutir critérios e metodologia em um nível de profundidade que entendo excepcional, decorrente das situações excepcionais nos casos. Assim,* ***na ausência de documentação evidenciando os termos dos negócios em relação às controladas, foi necessário avaliar os critérios e as justificações apresentadas com atenção redobrada.***
>
> *25. Nos termos das decisões daqueles casos, que constituem toda a jurisprudência relevante da CVM a respeito,* ***tal nível de atenção não seria justificado se os termos contratuais fossem explícitos. Sendo esse o caso, a CVM deveria dar crédito ao que fosse estabelecido pelas partes, como regra geral****.*
>
> *(...)*
>
> *27. Ao tratar das exceções para os casos em que a CVM tivesse evidências suficientes de tentativa de ocultação de parcela do preço, a orientação fixou que deveria ser de imediato determinada sua incorporação ao preço da OPA. E, nos casos em que se considerasse haver indícios de fraude, ou mesmo em que parecesse haver conluio entre adquirente e vendedor para fraudulentamente reduzir o preço a ser pago na OPA da subsidiária, a conduta da CVM deveria ser a de apurar responsabilidades em processo apartado.*
>
> *28. Entendo que, além de refletir adequadamente os limites da competência legal da CVM e de demonstrar uma preocupação muito pertinente com garantir a maior celeridade possível ao processo de registro da OPA,* ***a orientação que surge da jurisprudência reflete a clara preferência para que a autarquia se conduza em sua atuação pelo princípio da boa-fé****."*

11. Como já mencionado anteriormente em nossas outras manifestações ao longo do processo de registro da Oferta: as amplas discussões realizadas nos casos Arcelor, Millenium e Aços Villares são, para todos os efeitos, desnecessárias em relação a esta Oferta, já que a alocação do preço de compra da CPFL Renováveis foi expressamente definido no SPA - e existe uma presunção legal de que esse preço foi adequadamente definido. Ao fazer seus exercícios próprios de avaliação, a SRE está ignorando os precedentes estabelecidos pelo Colegiado que tinham precisamente a intenção de criar estabilidade de mercado por meio de uma regra que evitaria especulações excessivas sobre a formação de preços no futuro[5]. Ainda no parecer da Sra. Maria Helena Santana sobre este caso:

> *"37. Não tendo havido qualquer alegação de indício de fraude ou de conluio para reduzir o preço a ser oferecido na OPA da Renováveis,* ***a CVM deve considerar os documentos da transação e a justificativa apresentada como evidência suficiente e razoável da vontade das partes. Decidir de outro modo iria de encontro à clara escolha regulatória que ficou expressa na jurisprudência da autarquia****."*

12. De acordo com os precedentes, o papel da SRE deve limitar-se a rever a consistência interna da metodologia adotada, dado que houve um preço de compra definido no SPA, sem indícios de fraude e uma demonstração justificada de preço devidamente apresentada. Vamos discutir essas premissas com mais detalhes nos itens seguintes. Em resumo, trataremos dos seguintes pontos:

(a) Visão geral do papel da CVM em uma discussão de preços no contexto de uma oferta pública em razão de transferência indireta de controle: Se houver um preço contratualmente estabelecido e uma demonstração justificada de preço, a CVM deve limitar-se a confirmar a consistência interna do método empregado - por exemplo, se o método foi aplicado uniformemente para calcular a parcela do preço pago pela companhia controladora que corresponde à companhia controlada.

(b) Preço contratualmente estabelecido: Se houver um preço de compra para a subsidiária expressamente estabelecido nos documentos da operação e este for amparado por uma demonstração justificada de preço, esse preço só pode ser desconsiderado se existirem elementos materiais que evidenciem fraude em sua determinação ou se os métodos utilizados para alcançá-lo foram exóticos. Um risco teórico de conflito de interesses ou uma disposição contratual que limita a responsabilidade dos vendedores na determinação desse preço não é suficiente para descartar o preço acordado se não houve fraude e o método de avaliação for comumente usado.

(c) Adequação do método de avaliação utilizado pela Ofertante: O método do EBITDA proporcional aplicado pela Ofertante é um método de avaliação comum e válido, e que foi usado de forma consistente no cálculo do preço pago pela CPFL Renováveis. Como tal, não pode ser descartado pela SRE, que só pode propor ajustes se alguma inconsistência for identificada.

(d) A desconsideração do laudo de avaliação da Fator pela SRE: A SRE discordou de certas premissas de avaliação adotadas no laudo de avaliação (incluindo premissas adotadas pela CPFL Energia e CPFL Renováveis antes da transferência de controle), mas não demonstrou erros técnicos ou inconsistências por parte do Avaliador que tornariam o relatório inútil. O laudo de avaliação deve ser considerado como um indício adicional de que o preço apresentado pela Ofertante foi adequadamente calculado e refletiu a parcela do preço de compra da CPFL Energia representada pela CPFL Renováveis, dado que os valores alcançados pelo Avaliador foram obtidos por meio do uso de uma metodologia diferente da utilizada pela Ofertante, que, mesmo assim, chegou a resultados similares.

(e) Teste da SRE da demonstração justificada de preço e a inadequação das metodologias propostas pelo SRE: Após concluir que o laudo de avaliação não é útil para auxiliar na confirmação da Demonstração Justificada de Preço, a SRE se permite um exercício de avaliação irrestrito, escolhendo seus próprios métodos e premissas[6] (se aproximando do que seria um cálculo de preço justo) e indo muito além do que poderia ser classificado como um teste de consistência - sem nunca demonstrar porque a Demonstração Justificada de Preço não é adequada. Além da irregularidade da abordagem, as premissas utilizadas pela SRE em tal esforço apresentam graves deficiências e levam a resultados distorcidos.

(f) Excesso da SRE na análise e determinação arbitrária de um preço: Ao ignorar abertamente o preço contratualmente estabelecido, descartando sem razão a Demonstração Justificada de Preço, propondo um método de avaliação totalmente diferente e arbitrando algo que não tem vínculo com os termos da operação de compra e venda e com o que foi acordado pelas partes, a SRE foi muito além do seu papel legal no presente caso, adotando uma posição que cria grande instabilidade no mercado, viola precedentes relevantes e desconstrói o quadro regulatório definido de forma diligente e deliberada pelo Colegiado da CVM ao longo dos anos.

13. Por essas razões, a decisão da SRE não pode ser mantida. Caso a decisão seja mantida pela SRE e remetida, conforme nosso pedido, ao Colegiado, apelamos ao Colegiado para que examine cuidadosamente nossos argumentos, documentos e evidências abaixo para confirmar que, infelizmente, a SRE assumiu prerrogativas que simplesmente não tem - e que, se aceitas, seriam gravemente prejudiciais aos interesses das companhias e dos acionistas no mercado brasileiro.

II. COMENTÁRIOS A RESPEITO DO OFÍCIO E DO RELATÓRIO

A. LINHAS GERAIS DO PAPEL DA CVM NA DISCUSSÃO DO PREÇO

> *"20. A CVM tem consolidado em sua jurisprudência a presunção de legitimidade aos termos contratados nos negócios de alienação de controle, tendo progressiva e consistentemente se afastado de interpretações mais elásticas em relação aos seus poderes nesses casos.*
>
> *21. A jurisprudência firmada indica que a CVM não tem prerrogativa de intervir na fixação do preço de OPAs por alienação de controle indireto, assim como não a tem, aliás, nem mesmo nas OPAs para cancelamento de registro."*[7]

14. Se o preço de compra da companhia controlada tiver sido definido no contrato que estabeleceu os termos para a transferência de controle da companhia controladora e for suportado por uma demonstração justificada de preço, o papel da CVM nas ofertas públicas semelhantes à presente foi bem definido pelos precedentes do Colegiado: avaliar a consistência interna na aplicação da metodologia escolhida pelas partes. Tal avaliação não abrange a discussão da melhor metodologia possível para determinar o preço. De acordo com o parecer da Sra. Luciana Dias:

> *"38. Em decorrência dessa clara opção regulatória, a função da CVM em relação às OPAs por alienação indireta de controle se limita a uma análise da demonstração justificada do cálculo do preço, sem opinar a respeito da metodologia utilizada ou no mérito do preço.*
>
> *39. Obviamente isso não impede a CVM de exigir correções de erros formais ou esclarecimentos de premissas ou questões trazidas por referida demonstração, mas isso não se confunde com determinar quais as metodologias a serem utilizadas na determinação do preço."*

15. A ex-Diretora Maria Helena Santana também declara no Processo CVM nº RJ2007/1996 que, em regra, a CVM não tem poderes para definir a metodologia a ser utilizada para determinar o preço da oferta:

> *"8. De acordo com o que estabelece a lei, o preço a ser ofertado pelo adquirente do controle na oferta pública por alienação de controle deve ter como referência o valor pago ao vendedor no negócio de alienação. Especificamente neste caso, também é o que dispõe o estatuto social da Arcelor Brasil, ao assegurar aos demais acionistas tratamento igualitário ao que tiver sido obtido pelo(s) alienante(s).* ***Portanto, como regra geral e em princípio, ao contrário do que afirmou a SRE, julgo que a CVM não tem poderes que lhe permitam definir a metodologia a ser usada na determinação desse preço, mesmo em alienações indiretas de controle****."*

16. Como mencionado no Ofício, a ex-Diretora Maria Helena Santana, no mesmo voto descrito acima, afirma que, excepcionalmente, a CVM poderia ter o poder de definir a metodologia utilizada para determinar o preço da oferta:

> *"9. A situação excepcional que pode lhe conferir esse poder é aquela em que não existam evidências que considere razoáveis sobre a forma de precificação de cada sociedade controlada na operação de aquisição do controle da controladora. Mais concretamente, sobre o valor atribuído às ações da controlada no negócio, visando a garantir tratamento igualitário aos acionistas dessa companhia."*

17. Observe a condição imposta ao uso dessa medida excepcional: ela só pode ser aplicada quando "*não existam evidências que considere razoáveis sobre a forma de precificação de cada sociedade controlada na operação de aquisição do controle da controladora*"[8]. Uma opinião subjetiva dissidente da SRE em relação a dois aspectos da metodologia adotada pela Ofertante no cálculo de alocação de preço (a saber, o uso do EBITDA histórico ao invés de projeções de EBITDA e o uso de dados trimestrais ao invés de anuais) não constituem, de forma alguma, falta de provas razoáveis sobre a forma de fixação de preços de cada companhia que poderia eventualmente permitir à CVM propor uma nova metodologia.

18. Após lembrar de tais princípios gerais, discutiremos nos itens seguintes como essas limitações ao poder da CVM se aplicam.

A CVM NÃO DEVE DISCUTIR O MÉRITO DO PREÇO

19. A discussão sobre a consistência da metodologia nunca deve se converter, tal como indicado claramente pelos precedentes, em uma discussão sobre os méritos do preço pago. Como afirmou o presidente Trindade nos itens 25 e 26 do seu voto no caso Arcelor:

> *"25.* ***Entretanto, coisa bastante diferente, e não amparada pela lei, seria a CVM adentrar no mérito do preço, discutindo sua justiça, adequação ou equidade****. Mesmo quando exista referência estatutária a tratamento igualitário, ou eqüitativo (como é o caso concreto, e antes estava expressamente na lei), a* ***CVM deve se limitar a uma análise formal quanto à demonstração justificada do cálculo do preço, salvo, insista-se, quando tiver elementos que desde logo revelem*** *— isto é, demonstrem, comprovem —* ***que além do preço declarado existe outro, que se quis, mas não se conseguiu, ocultar.***
>
> *Comparação com a atuação da CVM em casos de cancelamento de registro.*
>
> *26. Frise-se que assim é mesmo nos casos de ofertas para cancelamento de registro, em que a lei expressamente fala em preço justo, e a CVM, através da Instrução 361/02, determinou que essa declaração de justiça fosse feita por avaliador independente.* ***Isto é: mesmo quando a lei fala em preço justo, o que não é o caso das ofertas de alienação controle, a CVM não examina nem muito menos declara a justiça do preço, mas apenas verifica se as formalidades e a justificação necessárias foram cumpridas****. Assim, por exemplo, a CVM examina o laudo de avaliação do ponto de vista de seu conteúdo formal; exige a divulgação de laudo de valor econômico (aliás, normalmente considerado o mais "justo", e freqüentemente calculado com base em múltiplos de EBITDA); verifica se a declaração de que um critério é justo contém as razões pelas quais outros critérios não o seriam."*

20. Em outras palavras, a revisão dos cálculos de preços deve respeitar rigorosamente limites da análise de conformidade dos aspectos formais do cálculo, não se aproximando do mérito da metodologia escolhida ou do valor pago. O ex-Diretor Marcos Barbosa Pinto expandiu essa questão em seu voto emitido no Processo CVM nº RJ2007/11573[9]:

> *"3.7 No processo de registro de uma oferta do art. 254-A, não cabe à CVM fazer uma revisão exaustiva do laudo de avaliação. É claro que erros técnicos claros podem ser apontados e devem ser corrigidos. Todavia,* ***questões que dependem de investigação mais profunda, assim como aspectos subjetivos da avaliação, não podem ser apreciados no âmbito do processo de registro****.*
>
> *3.8 No meu entendimento, as questões levantadas pelos Investidores são desta natureza, isto é, questões que dependem de investigação mais profunda ou referentes a aspectos subjetivos da avaliação.* ***As discussões a respeito do cálculo de perpetuidades e adequação de amostragens requerem uma análise mais profunda, incompatível com o papel da CVM no processo de registro, que é assegurar um nível adequado de informação aos investidores****."*

21. É interessante notar que o voto acima exclui especificamente a possibilidade de discutir o cálculo das perpetuidades – um dos pilares nos argumentos da SRE no presente caso. A irregularidade na postura da SRE não poderia ter sido mais clara.

A CVM NÃO DEVE SUBSTITUIR OS AGENTES DE MERCADO

22. Como visto acima, a CVM tem o dever de exigir o cumprimento das formalidades que garantem um tratamento igualitário aos acionistas minoritários. Tal dever, de forma alguma, deve ser distorcido em um papel ativo de determinar como o preço deveria ter sido calculado independentemente do acordo das partes sobre o assunto.

23. Se optar por assumir o direito de escolher metodologias e estabelecer preços mínimos em ofertas por transferência indireta de controle, a CVM substituiria as partes em uma operação, tirando delas um direito essencial e prejudicando severamente uma base mínima de liberdade e previsibilidade de que os mercados precisam usufruir para prosperar. Em uma de nossas cartas anteriores, destacamos os itens 104 e seguintes do parecer emitido pela Sra. Ana Novaes, nos quais se discute o risco envolvido em tal posicionamento do regulador:

> *"104. Os princípios que regem a regulação do mercado de capitais e a jurisprudência da CVM bem deixam claro que o órgão regulador não deve se substituir aos agentes de mercado.*
>
> *"O mercado de valores mobiliários precisa ser livre, competitivo e informado, ou seja, precisa ser eficiente. Além disso, deve ser um mercado confiável, em que haja uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam. O exercício da atividade regulatória da CVM, portanto, objetiva assegurar essa eficiência e essa confiabilidade, condições consideradas fundamentais para promover a expansão e o desenvolvimento desse mercado".*
>
> *Comissão de Valores Mobiliários in Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro, 3ª edição, Rio de Janeiro, 2014, p. 64*
>
> *105. O entendimento acima responde claramente ao Quesito posto: como poderia a CVM deliberadamente optar por métodos ou preço em favor de determinado participante? Como mencionado acima, é preciso "harmonizar o interesse" dos diversos participantes do mercado de capitais.*
>
> *(...)*
>
> *108. Se o regulador fosse desequilibrado e tendencioso em relação aos interesses de um determinado grupo se participantes, teríamos a morte do mercado de capitais, pois, a parte prejudicada simplesmente deixaria de participar do mercado.*
>
> *109. E é por essa razão que a CVM tem pautado as suas decisões de forma técnica e equilibrada, dentro do espírito da LSA. E isso ficou claro no voto*

do caso Arcelor, conforme entendimento da lavra do Presidente Marcelo Trindade nos Itens 24 e 25 de seu voto transcritos no Item 42 acima. Embora seja prerrogativa da CVM se manifestar nos casos em que o preço da oferta não esteja devidamente justificado, não cabe `a Autarquia discutir "sua justiça, adequação ou equidade."

24. Há limites claros que separam os papéis dos reguladores e dos investidores em jurisdições sofisticadas - e entre as atribuições dos reguladores não encontramos o direito de fixar arbitrariamente os preços das ofertas. No entanto, como veremos abaixo, a posição da SRE no Ofício e no Relatório violou muitos dos princípios estabelecidos neste capítulo A.

B. PREÇO CONTRATUALMENTE ESTABELECIDO

"115. *A análise desses precedentes corrobora o entendimento de que a State Grid, ao fazer constar no SPA o preço de aquisição da CPFL Renováveis e ao adotar um critério de avaliação econômico usualmente utilizado e amplamente aceito no mercado e também pela CVM, seguiu as orientações anteriormente proferidas pela autarquia. De modo que, na falta de evidências de vícios ou erros formais no cálculo, o preço por ela estipulado deve ser respeitado pela CVM."*[10]

25. No item 48 do Relatório, a SRE alega que a importância do valor atribuído à CPFL Renováveis no SPA é reduzida, justificando, para tanto, que: (i) a Cláusula 2.7 do SPA que tornaria prejudicada a validade de tal disposição contratual, a referida Cláusula protege a Camargo Correia S.A. de passivos relacionadas à definição do valor das ações da CPFL Renováveis e seria evidência de que tal alocação de preço não foi efetivamente acordada entre as partes; e (ii) os benefícios potenciais obtidos pelo adquirente e pelos vendedores na atribuição do menor valor possível para a companhia aberta controlada resultaria em uma situação de conflito de interesse.

26. A SRE usa como justificativa para a sua posição um trecho do voto do ex-Diretor Marcos Barbosa Pinto no caso Ipiranga, mas tirando esse trecho do seu contexto original e falhando em compreender que esse não constitui um precedente capaz de autorizar tal posição. De acordo com a Sra. Maria Helena Santana no adendo ao seu parecer:

"26. A SRE (item 44 do Relatório, citado na nota 9 deste Adendo) apoiou-se, ao decidir desconsiderar o preço fixado no contrato, em trecho do voto do Diretor Marcos Pinto no Processo CVM nº RJ-2007-11573, relativo às OPA por alienação de controle indireto de companhias do Grupo Ipiranga. O voto foi de fato acompanhado por todo o Colegiado, inclusive por mim.

*27. No entanto, e como acontece com bastante frequência, ele concluiu sobre os temas recorridos e fez comentários sobre outros, que não necessariamente se traduzem em precedentes apenas por terem sido mencionados ali**[11]**. Quando existem divergências entre os membros do Colegiado em relação a aspectos da conclusão, é comum que sejam apresentados votos divergentes, mesmo que parcialmente. Isso ao contrário normalmente não acontece quando os aspectos suscitados não possuem relevância para a conclusão da demanda, como foi o caso naquele Processo. Não considero, portanto, que o comentário lateral feito pelo Diretor possa ser considerado pela SRE como parte da jurisprudência da CVM."*

27. Com base em tais premissas, a SRE abertamente rejeita o preço contratualmente estabelecido, agindo como se nenhum preço tivesse sido previsto no contrato assinado entre as partes. Tal abordagem é excessiva e viola o que foi claramente definido nos precedentes relevantes e a opinião doutrinária sobre a questão. Antes de discutir os argumentos da SRE, descreveremos dois princípios gerais que, além da necessidade de apresentação de uma demonstração justificada de preço, aplicam-se à interpretação do preço contratual.

PRINCÍPIO GERAL 1: PRESUNÇÃO DE QUE O PREÇO DO CONTRATO É O PREÇO REAL

28. Antes de tudo, devemos lembrar que o preço atribuído à CPFL Renováveis foi **contratualmente e expressamente estabelecido** em um contrato comutativo. Conforme orientação prevista no Processo CVM nº RJ2007/1996, como princípio geral os preços contratualmente estabelecidos devem ser respeitados pela CVM. O então Presidente Marcelo Trindade, em seu voto em tal caso, definiu a posição do regulador sobre as regras e princípios que tanto o ofertante quanto a CVM devem observar em uma oferta em razão de transferência indireta de controle:

"4. Como regra geral, deve prevalecer o entendimento de que a demonstração a que se refere a Instrução [361/02] será considerada justificada se estiver baseada em documento que revele o preço que tenha sido contratualmente estabelecido entre comprador e vendedor, como correspondente às ações da controlada indireta, o qual deve ser respeitado, adotando-se tal valor como preço da oferta pelas ações da companhia controlada indiretamente. Essa é a mesma regra geral que incide quanto ao preço da aquisição nos casos de alienação direta de controle, e não existe razão para não respeitar a vontade das partes na alienação indireta, como na direta se respeita."

29. No mesmo voto, o então Presidente Trindade reafirma a suficiência do contrato entre as partes como uma marca clara de que o preço real é o indicado pela ofertante:

*"11. (...) A Instrução, como dito, fala em demonstração justificada do preço que corresponda, na aquisição direta, à companhia indiretamente adquirida. Já seria bastante que a Instrução falasse em demonstração (e não, por exemplo, em declaração), para afastar-se qualquer dúvida quanto à necessidade de um documento capaz de convencer (demonstrar) que a parcela do preço correspondente à controlada é aquela afirmada pelo ofertante. Mas a Instrução fez mais, foi quase pleonástica, ao falar em demonstração justificada, exigindo que seja demonstrado à CVM, com justificativa aceitável — **como é o contrato entre as partes, quando houver** —, que o preço da aquisição indireta é o indicado pelo ofertante."*

30. Ainda no mesmo voto, o então Presidente Marcelo Trindade postula que tal preço só pode ser ignorado se houver indícios concretos de comportamento fraudulento em tal determinação:

*"5. Tanto em aquisições diretas quanto indiretas de controle essa regra geral pode, evidentemente, ser burlada **por prática ilegal, ou fraudulenta**, de elaboração e apresentação, pelas partes, de contrato de que conste um preço menor que o efetivo, visando a diminuir o valor da oferta subseqüente. (...)*

*6. **Tais hipóteses, como todas as hipóteses de fraude, devem ser tratadas como exceção**, e por meio próprio: **havendo evidência documental** do pagamento de parcela suplementar de preço, como ocorre na hipótese da assunção de dívida do vendedor pelo comprador, tal parcela oculta deve ser desde logo incluída no preço pela CVM, quando da análise do pedido de registro da oferta.*

*7. Caso, entretanto, existam apenas indícios de que o preço seja significativamente inferior ao que seria normal ou razoável, segundo os critérios normalmente utilizados e aplicáveis em negócios similares, **o processo de registro da oferta deve seguir seu curso normal, aceitando-se o preço documentalmente comprovado**, e em paralelo dando-se início a processo de investigação, que poderá redundar, uma vez comprovada a fraude, em processo administrativo sancionador, e nas conseqüentes ações civis de indenização pelos destinatários da oferta. (…)*

27. Portanto, estando inteiramente de acordo com o voto da Diretora Relatora quanto ao caso concreto, julguei necessário deixar resumidas algumas balizas que decorrem daquele voto, a fim de nortearem os agentes de mercado e a CVM em casos futuros:

(...)

*ii. **a justificação do preço pode ser feita, em quaisquer casos, por instrumentos contratuais**, se houver, ou outros documentos que comprovem com razoabilidade a parcela do preço correspondente à companhia controlada, como o prospecto ou o edital da oferta, **devendo o preço resultante de tais documentos ser aceito pela CVM, salvo prova definitiva da existência de uma parcela adicional de preço não indicada**, caso em que a oferta somente será registrada se tal parcela for desde logo acrescida ao preço;"*

31. Essa posição é também partilhada, por exemplo, pelo Sr. Nelson Eizirik – que, por coincidência, foi contratado pelos Reclamantes para elaborar um parecer relativo à Oferta:

"*É recomendável que os instrumentos celebrados entre o adquirente e o alienante do controle indireto contenham expressamente a informação sobre a parcela do preço total que corresponde às ações de emissão da companhia aberta em relação à qual deve ser realizada a OPA prevista neste artigo. **Isso porque, nessa hipótese, a Comissão de Valores Mobiliários deverá presumir que tal quantia, informada pelo comprador e vendedor, efetivamente corresponde às ações da companhia indiretamente controlada**, sem prejuízo da possibilidade de a Autarquia, ao analisar o caso concreto, detectar a eventual ocorrência de práticas ilegais ou fraudulentas visando a reduzir artificialmente o valor da OPA.*"[12]

PRINCÍPIO GERAL 2: MÉTODO USADO PARA DETERMINAR QUE O PREÇO NO CONTRATO NÃO É EXÓTICO

32. O segundo princípio determina que, na ausência de comportamento fraudulento, o preço de compra indicado nos documentos da operação somente pode ser desconsiderado se o método de avaliação utilizado é "exótico ou incomum". Recordemos que, neste caso concreto, nenhum comportamento fraudulento foi sequer mencionado e a Ofertante recorreu a um método baseado em EBITDA, bastante comum em operações de M&A, como o voto da ex-Diretora Maria Helena Santana no Processo CVM nº RJ 2007/1996 indica:

> *"Caso se tratasse de critério exótico, ou pouco usual, até se poderia afastar a eficácia de tais documentos como prova, mas não é o caso, sendo notória a utilização de tais critérios [múltiplos de EBITDA] na formação de propostas a serem realizadas em operações de fusão e aquisição."*

33. Também no caso da Arcelor, a ex-Diretora Maria Helena Santana resumiu sua opinião sobre os elementos de legitimação do preço contratado, incluindo que o critério aplicado seja habitual:

> *"31. Assim, considerando que o critério indicado na demonstração justificada do preço:*
>
> *i. é um critério usual,*
>
> *ii. que há documentos que indicam que ele foi realmente utilizado pela Mittal Steel para formular sua proposta à Arcelor, e*
>
> *iii. que essa proposta incluía os ativos no Brasil, inclusive a Arcelor Brasil,*
>
> *não há razão para considerar como não justificada a demonstração efetuada pela Mittal Steel."*

34. A adequação do método escolhido e contratado pelo Ofertante será discutida detalhadamente no capítulo C do presente recurso.

35. Com os princípios estabelecidos nos itens anteriores em mente, discutiremos a seguir o pretexto da SRE para ignorar as orientações claras sobre o assunto definidas pelo Colegiado da CVM ao desconsiderarem o valor estabelecido contratualmente.

PRETEXTO 1 – ALEGADA AUSÊNCIA DE RESPONSABILIDADE DO VENDEDOR

36. A SRE afirma no item 48 do Relatório que a importância do preço para a CPFL Renováveis estabelecido no SPA é reduzida, dado que sob o SPA o vendedor não estaria exposto a passivos resultantes de tal determinação.

37. Esse argumento segue uma linha falha de raciocínio apresentada pelos Reclamantes, sob a premissa de que o preço estabelecido no contrato só poderia ser aplicado na Oferta se os vendedores estivessem expostos a eventuais passivos relacionados ao preço – o que condicionaria a legitimidade do preço estabelecido a uma exposição igual de ambas as partes por eventuais perdas dele decorrentes.

38. Como dissemos antes, essas questões não estão de forma alguma relacionadas. Contratos de compra e venda de ações tem inúmeras limitações das responsabilidades a favor de ambas as partes, especialmente para proteger os compradores dos efeitos de eventos anteriores ao fechamento ou vendedores de perdas relacionadas a eventos posteriores ao fechamento da operação. No caso em tela, a cláusula em questão visava proteger os vendedores de eventuais passivos relacionados com a oferta que seria desencadeada, dado que este era um risco de negócio a cargo do comprador – como é normalmente o caso em operações semelhantes. Descartar preços contratualmente estabelecidos por tais motivos significaria descartar praticamente qualquer preço, passado ou futuro, acordado e devidamente estabelecido em contratos de compra e venda de ações, já que uma proteção geral para os vendedores por passivos relacionados a eventos que ocorram após a data de fechamento é uma prática padrão das negociações de M&A.

39. O Sr. Pedro Marcílio analisou a questão em seu parecer jurídico, concluindo que a declaração de preço se beneficia de presunção *juris tantum* e deve ser respeitada:

> *"1.1) O fato de os Vendedores não terem assumido qualquer responsabilidade ("liability" no contrato original que foi traduzido como "passivo") pela alocação de preço afeta de alguma forma a conclusão do item anterior?*
>
> *Não. O item 8.1.1 (ii) do Regulamento do Novo Mercado exige que o alienante de controle declare o valor das ações da controlada cujo controle foi alienado. Assim, ao aquiescer com a declaração contratual, mesmo não assumindo a responsabilidade, o alienante confirma o critério estabelecido pelo adquirente. Além disso, precedente da CVM (OPA Arcelor) define que mesmo que a declaração de preço seja uma declaração unilateral de vontade, ela goza de presunção juris tantum."* (Item 1.1 do parecer de Pedro Marcílio)

40. Além disso, a não-exposição a certos passivos não é igual a uma falta de responsabilidade. Com a assinatura do contrato, os vendedores acordam com e implicitamente reconhecem a razoabilidade do preço atribuído para as ações da CPFL Renováveis, sendo sua responsabilidade informá-lo de acordo com a Cláusula 8.1.1 do Regulamento do Novo Mercado vigente à época. Ademais, os vendedores poderiam ser responsabilizados nas esferas cível e criminal se eles estivessem envolvidos em alguma forma de simulação com a intenção de burlar as regras do mercado. Contrariamente ao que afirma a SRE, os vendedores tinham todos os incentivos para certificar-se de que as regras aplicáveis às ofertas públicas fossem seguidas desde o início, para evitar uma miríade de processos administrativos ou judiciais questionando a sua posição na negociação com os compradores. A Sra. Luciana Dias descreve a questão com precisão no adendo ao seu parecer:

> *"46. De um lado, como mencionei no Parecer, não me parece que seja juridicamente irrelevante para o alienante do controle o preço atribuído no contrato à Subsidiária, como parece entender a área técnica.*
>
> *47. Na verdade, na condição de antigo controlador indireto da Subsidiária, o alienante sempre poderá ser responsabilizado pelo descumprimento de seus deveres fiduciários caso permita, por dolo, culpa ou mesmo por omissão, que conste do contrato uma distribuição dissimulada de valor para as ações de emissão da controlada indireta, o que, sabidamente, pode prejudicar os acionistas minoritários dessa companhia. (...)*
>
> *50. Como mencionei no Parecer, essa afirmativa é particularmente relevante nas companhias que integram o Novo Mercado, como é o caso da CPFL Renováveis, porque o item 8.1.1 do Regulamento desse segmento em vigor à época impunha ao controlador alienante a obrigação de declarar o valor atribuído à Subsidiária.*
>
> *51. Assim, considerando que pelas regras do Novo Mercado é o alienante do controle que deve submeter uma justificativa de preço à B3 – e não o adquirente, a quem cabe fazer o mesmo, só que para a CVM –, ele em certa medida assegura estar de acordo com o preço da OPA, podendo ser responsabilizado se houver simulação em sua determinação."*

PRETEXTO 2 – POTENCIAL "CONFLITO DE INTERESSES"

41. A SRE também afirmou nos itens 45 e seguintes do Relatório que o seu papel de assegurar que a Demonstração Justificada de Preço efetivamente justifica o preço atribuído a Companhia ganha ainda maior importância em ofertas deste tipo, levando em conta os potenciais benefícios obtidos pelo adquirente e pelos vendedores na atribuição do menor valor possível para a companhia aberta controlada – alegando que o interesse dos vendedores na configuração do preço correto é, na melhor das hipóteses, neutro. A Sra. Maria Helena Santana expõe o problema com o raciocínio da SRE no adendo ao seu parecer:

> *"19. Não obstante, o entendimento manifestado pela SRE no Relatório foi diverso ao presumir a existência de potencial conflito de interesses na alocação de parcela do preço à OPA das ações da subsidiária, entendeu que poderia desconsiderar o que as partes haviam consignado no contrato de compra e venda e a própria demonstração justificada de preço. Tais documentos e evidências foram desacreditados por conta de característica intrínseca às operações de alienação de controle indireto: a de que o valor atribuído à(s) subsidiária(s) é pouco relevante para as partes que negociam uma transação de controle ao nível da companhia holding.*
>
> *20. A área técnica pareceu desconsiderar que os precedentes da CVM foram decididos tomando em conta precisamente essas características das operações do tipo. Diversas manifestações apresentadas nos casos já citados me parecem fornecer evidências de que a CVM decidiu tendo em mente exatamente as características inevitáveis das alienações de controle indireto."*

42. O argumento, devemos dizer, aplica-se a todos os acordos semelhantes, tendo em conta as posições delicadas de compradores e vendedores em praticamente qualquer oferta de aquisição em razão de transferência indireta do controle. No entanto, há uma grande distância entre reconhecer tal complexidade e simplesmente

ignorar o preço contratualmente estabelecido em função de incentivos perversos teóricos.

43. Como um exemplo do porquê tal exercício teórico não prospera no caso concreto, o preço atribuído à CPFL Renováveis não foi indiferente para os vendedores das ações da CPFL Energia, já que um dos vendedores (nomeadamente, a PREVI) tinha (e continua a ter) participações significativas na CPFL Renováveis na data do *closing* do SPA (a PREVI tinha 6.4% do capital social da CPFL Renováveis, o que a tornava o segundo maior acionista do *float*, com 13,2% das ações em circulação - seus interesses, assim, eram diferentes de outros vendedores).

44. Ademais, a desconsideração pela SRE do preço estabelecido depende da premissa de que o que foi estabelecido no contrato não era o verdadeiro preço estabelecido para a Companhia. De tal interpretação resulta necessariamente a ideia de que os vendedores agiram de modo irresponsável, na melhor das hipóteses, ou com a intenção deliberada de prejudicar outros acionistas minoritários, no pior dos casos – uma premissa grave a ser admitida sem que haja qualquer traço de evidência nesse sentido.

45. Os itens anteriores desta carta mostram claramente que a SRE preferiu ignorar frontalmente os precedentes do Colegiado sobre o respeito ao preço contratualmente estabelecido, concedendo a si mesmo poderes que simplesmente não tem. No próximo capítulo discutiremos o outro fator necessário para a prevalência do preço contratualmente estabelecido: a escolha de um método de avaliação que não seja exótico.

C. ADEQUAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO UTILIZADO PELA OFERTANTE E DA DEMONSTRAÇÃO JUSTIFICADA DE PREÇO

46. Como se sabe, existem muitas metodologias de avaliação válidas e amplamente utilizadas, e cada uma delas tem suas vantagens e desvantagens. Exercícios de avaliação de empresas são complexos, sujeitos a várias premissas subjetivas, e a sua aplicação deve ser contextualizada com base no seu objetivo, especificidades do caso, limitação de recursos (tempo ou informações) e os riscos que podem ser suportados.

47. Adicionalmente, a maneira de aplicação de uma metodologia pode também variar em diferentes situações e contextos, o que não significa que tal metodologia é inválida ou incorreta. Um aspecto fundamental que deve ser levado em conta quando se analisa um caso prático de avaliação é se o método foi aplicado corretamente de uma perspectiva técnica, e se o seu objetivo subjacente foi alcançado de forma transparente e de boa fé. Uma metodologia usual que é incorretamente aplicada sob o ponto de vista técnico pode ser falha. No entanto, como temos demonstrado, este não é o caso da avaliação feita pela Ofertante.

48. Inicialmente, devemos destacar mais uma vez que a metodologia utilizada na Demonstração Justificada de Preço não é incomum, exótica ou rejeitada pelo mercado. Pelo contrário - EBITDA proporcional é um método válido e usual, empregado nas ofertas públicas de aquisição de Aços Villares, Plascar Participações e Arcelor e em consonância com os precedentes da CVM, e, portanto, deve ser respeitado. O voto da ex-Diretora Maria Helena Santana no Processo CVM RJ 2007/1996 confirma esse entendimento:

> *"42. Nesse sentido, parece não haver dúvida neste caso quanto à capacidade do método baseado no EBITDA de assegurar o tratamento equitativo referido no estatuto da Companhia, pois a utilização do mesmo critério para a companhia controlada e a companhia controladora assegura esse tratamento."*

49. No mesmo voto, a ex-Diretora reitera que os métodos de avaliação e documentos devem ser afastados apenas se os métodos aplicados parecerem ser pouco ortodoxos – que, novamente, não é o caso dos métodos baseados em EBITDA:

> *"27. Considerações dessa ordem poderiam eventualmente prevalecer se as informações constantes dos documentos apresentados indicassem a utilização de um método extraordinário, não usual, raramente usado para a fixação de preços relativos em negócios do tipo. Mas isso é exatamente o contrário do que ocorre neste caso, pois o critério de múltiplos de EBITDA é um dos mais utilizados. Ou seja: os documentos comprovam o que já seria mesmo intuitivo."*

50. As principais objeções da SRE para o método aplicado na Demonstração Justificada de Preço são demonstradas nos itens 60 e 61 do Relatório, nos quais a SRE afirma que o critério utilizado não garante um tratamento igualitário dos acionistas, porque, supostamente: (i) o método utilizado não incorpora as diferenças fundamentais entre as companhias nem considera os resultados futuros; e (ii) a metodologia utilizada na Demonstração Justificada de Preço é uma forma de comparação de múltiplos, e tal metodologia requer incorporar as diferenças intrínsecas entre as companhias em comparação. Essas duas premissas são incorretas.

DIFERENÇAS ENTRE AS COMPANHIAS

51. Em relação à conclusão da SRE no item 60 de que uma metodologia adequada deve incorporar as diferenças intrínsecas entre as companhias em comparação, devemos notar inicialmente que, ao tentar impor modificações na metodologia que não têm nada a ver com como é aplicado o método ou se é este consistente do ponto de vista técnico, a SRE está tentando estabelecer uma nova metodologia, que entende ser mais adequada, apresentando um grau de subjetividade e discricionariedade que pode levar a uma incerteza significativa no mercado, o que é completamente inconsistente com a posição histórica da CVM sobre o assunto.

52. Em todo o caso, sobre o mérito do argumento: como é amplamente sabido, o uso do método do EBITDA proporcional permite a comparação de companhias com características muito diferentes em termos de estruturas de capital, exposição a regimes fiscais diferentes e diferentes níveis de alavancagem operacional. Conforme parecer da Sra. Ana Novaes:

> "*78. É importante ainda lembrar que ao se usar o EBITDA, permite-se comparar companhias com diferentes estruturas de capital, exposições diversas aos impostos diretos e diferentes níveis de alavancagem operacional, uma vez que o seu cálculo exclui a depreciação, juros e impostos diretos, o que mitiga as críticas elaborada pelos minoritários na página 13 de sua manifestação.*"
>
> (…)
>
> *"189. Voltando agora ao nosso exercício, como já justificamos acima, o método de EBITDA proporcional/Múltiplo EBITDA tem a característica de transferir para a CPFL Renováveis os pontos positivos da tese de investimento da sua controladora CPFL Energia. No final de nossa análise reforçamos nossos argumentos apresentando uma tabela onde aparecem as empresas comparáveis à CPFL Renováveis de toda a América Latina. Na Tabela 6, podemos verificar que a CPFL Renováveis já está "ancorada" à CPFL Energia, negociando hoje a um múltiplo EV/EBITDA muito superior ao de seu peer group.*
>
> *190. Muito bem, se quisermos incorporar a diferença de crescimento de EBITDA esperado entre as duas empresas na análise, teremos que romper esse elo entre as duas empresas, que é parte intrínseca do método utilizado na Justificativa. Como dizem os ingleses, "you can't have the cake and eat it too".*
>
> *(…)*
>
> *197. Esse exercício, que leva em conta a expectativa de crescimento do EBITDA da CPFL Renováveis, confirma nosso argumento que o método EBITDA proporcional/Múltiplo EBITDA pode ser usado sem considerar aspectos individuais/particulares de cada uma das empresas."*

53. Adicionalmente e, surpreendentemente, a SRE parece ser alheia ao fato de que a metodologia do EBITDA proporcional aplicada beneficia muito os acionistas minoritários da CPFL Renováveis. Novamente, conforme parecer da Sra. Ana Novaes:

> *"198. Os fatores positivos da tese de investimento da CPFL Energia – tamanho, liquidez, dividendos, etc. – foram transferidos para a avaliação da CPFL Renováveis pelo método do EBITDA proporcional/Múltiplo EBITDA e mais do que compensaram a diferença no crescimento esperado entre as duas empresas."*

54. A SRE ignora o fato de que a CPFL Energia tem um tamanho muito maior, alta liquidez das ações, perfil de geração de "cash-cow", comprovada experiência na distribuição de dividendos elevados (a CPFL Renováveis nunca distribuiu dividendos!), diversificação, entre outras variáveis, que a CPFL Renováveis definitivamente não tem. A CPFL Energia tem sido historicamente uma das companhias mais valorizadas pelo mercado e negociada com prêmio em relação aos seus pares. Portanto, ao se derivar da CPFL Energia o preço da CPFL Renováveis, os acionistas minoritários da CPFL Renováveis se beneficiam da avaliação favorável da CPFL Energia, uma companhia com um portfólio de investimento muito mais forte do que o da CPFL Renováveis, e dos múltiplos aplicados à CPFL Energia.

RESULTADOS FUTUROS

55. Em relação à utilização dos resultados futuros, as observações feitas nesta seção também se aplicam às críticas da SRE ao Laudo, já que esta era uma das questões

alegadas pela SRE como sendo um problema do método do Avaliador.

56. Impondo a utilização de resultados futuros, a SRE não está em busca de coerência entre os métodos, mas efetivamente impondo uma nova metodologia, uma vez que o EBITDA prospectivo não foi usado como uma referência para o cálculo do preço pago para CPFL Energia – e, assim, não deve ser usado para a CPFL Renováveis. Além disso, uma questão-chave deve ser considerada: a Ofertante não tinha acesso às projeções da administração da CPFL Energia ou da Companhia quando o preço foi negociado com os vendedores. Por tal razão, já seria totalmente incoerente e inadequado exigir que a Ofertante usasse as projeções futuras de EBITDA da CPFL Renováveis ao alocar o preço, considerando que a Ofertante simplesmente não tinha tais dados para computar nos seus cálculos no momento em que o preço de compra foi negociado.

57. Dito isso, e comentando sobre o uso de projeções futuras em geral, não há dúvida de que o posicionamento da SRE não se sustenta. Na verdade, a incerteza dos resultados futuros pode torná-los impróprios para serem considerados em exercícios de avaliação, e a escolha de incluí-los ou não é feita pela parte realizando o exercício de avaliação – ou seja, uma decisão subjetiva. Neste caso específico, a inclusão dos resultados prospectivos apresenta muitos problemas, como já discutimos extensivamente nas nossas cartas anteriores, especialmente tendo em conta o fato de que as previsões e análises do mercado, bem como as previsões da própria Companhia, tem sido consistentemente erradas.

58. O uso de projeções de EBITDA para a avaliação das companhias é inadequado neste caso por muitas razões, como a Sra. Ana Novaes aponta no item 146 de seu parecer e o Sr. Malvessi no item 3 de seu parecer. A natureza especulativa e incerta de projeções as torna uma ferramenta extremamente ineficaz para precificar ações de companhias, uma falha que é agravada pela assimetria de informação entre acionistas controladores e os compradores externos. A Sra. Novaes identifica a principal razão pela qual a utilização do EBITDA histórico, como foi empregado neste caso, é um mecanismo de avaliação muito superior quando comparado com o uso de projeções:

> *"147. A utilização do EBITDA histórico ou realizado e, por consequência, de múltiplos de EBITDA históricos ou realizados é razoável e consistente com práticas de mercado. E a razão para isso é uma só: o EBITDA realizado é um valor passível de aferição e confirmação por todas as partes envolvidas na negociação.*
>
> *(…)*
>
> *152. (…)*
>
> *ii. A economia brasileira tem sido impactada por diversos fatores, principalmente políticos, nos últimos anos, o que tem aumentado o risco, já inerentemente alto, das projeções de desempenho futuro das companhias. De uma maneira geral, as empresas brasileiras não têm sido capazes de "entregar" os resultados projetados. Isso tem ocorrido não somente em relação às projeções produzidas pelos analistas externos às empresas, mas também em relação às projeções realizadas pela própria administração no caso de orçamentos internos. Essa situação é amplamente reconhecida pelos participantes do mercado e seguramente também é de conhecimento do comprador, ainda que seja estrangeiro.*
>
> *(…)*
>
> *153. Por tudo isso, podemos afirmar que o uso do EBITDA histórico ou realizado é razoável e consistente com práticas de mercado, além de ser praticamente a única métrica disponível para o comprador."*

59. Além disso, elaborar projeções financeiras para a CPFL Renováveis era especialmente desafiador para qualquer analista. Como mostramos em nossas respostas anteriores e nos pareceres da Sra. Ana Novaes e do Sr. Oscar Malvessi, havia uma constante incongruência entre a previsão dos analistas e os resultados apresentados pela Companhia em seus relatórios trimestrais. A Sra. Ana Novaes discute a questão em seu parecer:

> *"163. Por exemplo, a CPFL Energia é uma empresa percebida pelo mercado como muito menos arriscada, no sentido de incerteza sobre o resultado futuro, do que a CPFL Renováveis. Isso pode ser medido pela comparação da média e do desvio padrão dos resultados líquidos da CPFL-E e da CPFL-R. A média do lucro líquido trimestral entre o 2º trimestre de 2012 e o 2º trimestre de 2017 da CPFL-E é de R$ 226 milhões e o desvio-padrão R$ 134 milhões. Os mesmos números para a CPFL-R são um prejuízo trimestral de R$ -26 milhões e um desvio-padrão de R$ 49 milhões, ou seja, um desvio-padrão duas vezes maior do que o módulo do prejuízo."*

60. Nesse cenário, uma projeção não pode ser razoavelmente utilizada para determinar o preço a ser pago pelas ações da Companhia. O Sr. Malvessi comenta no item 3 do seu parecer:

> *"Outro aspecto que vale a pena ser citado, é que em toda projeção não há garantias de que as estimativas, premissas, resultados parciais ou totais ou conclusões serão efetivamente alcançados ou verificados, no todo ou em parte. Considerados os impactos das variáveis internas e externas, os resultados futuros de uma Companhia podem diferir daqueles resultantes de projeção, e essas diferenças podem ser significativas, resultado de vários fatores, incluindo, porém, não se limitando a mudanças nas condições de mercado entre outros fatores definidos no momento da projeção. (...)*
>
> *Ainda, a State Grid constatou diferenças significantes entre as projeções de analistas e resultados reais da CPFL Energias Renováveis S.A. no passado, informação corroborada na tabela 9.* ***Observa-se que dos 18 resultados apresentado, em 11 dos casos, a CPFL Energias Renovável S.A. reportou EBITDA abaixo do EBITDA previsto por duas instituições financeiras renomadas, confirmando a incerteza inerente às projeções****."*

61. A própria Companhia cometeu grave erros em projeções futuras, mostrando o grau de complexidade do exercício, como apontado pela Sra. Ana Novaes:

> *"158. A propósito, os acionistas minoritários da CPFL Renováveis, no referido parágrafo 47 da Manifestação e Pedido, no seu item (b), são oportunistas ao mencionar um suposto EBITDA projetado para a companhia para 2017, que seria 46% superior ao utilizado na Justificativa. Isso porque o referido EBITDA era parte de um Business Plan que, como já mencionamos acima, sequer se mostrou correto para o ano 2016!* ***É absurdo supor que, após uma decepção de 16%, o EBITDA projetado para 2017 possa se manter inalterado, e isso sem considerar outros impactos nas demonstrações financeiras da companhia. Por exemplo, o Business Plan projetava um lucro líquido de R$313 milhões para 2016, quando o realizado foi um prejuízo de R$144 milhões****."*

62. Como já dissemos antes, aplicar projeções para tentar determinar o valor a ser pago pelas ações da CPFL Renováveis no contexto da operação em questão seria uma escolha de alto risco e questionável do ponto de vista técnico, financeiro e de gestão. Não só isso, seria uma prática irresponsável pela Ofertante, uma vez que esta se sujeita a estritas regras e controles internos e externos de governança e é obrigada a justificar devidamente todas as decisões feitas à época, que só poderiam ser pautadas em dados confiáveis e cenários de menor risco.

63. Adicionalmente, o pedido da SRE para inclusão de projeções futuras na avaliação evidencia os inúmeros problemas relacionados à questão. A contestação pela SRE das premissas escolhidas pela administração da CPFL Energia e CPFL Renováveis: (i) impõe a visão da SRE sobre como o plano de negócios da companhia deveria ser, o que não tem nada a ver com a metodologia de avaliação (ao mesmo tempo em que desconsidera a opinião dos administradores das companhias e analistas de mercado sobre o assunto[13]); e (ii) exige o uso de informações históricas em relação às quais não há nenhuma garantia de repetição futura. Além disso, a SRE não descreve, de um ponto de vista técnico (porque, na prática, ela não pode fazê-lo), como a companhia possivelmente poderia obter tal crescimento e como as variáveis incertas que impactam tais novos projetos devem se comportar para além de 2025. Por exemplo, questões essenciais como as seguintes não são mencionadas pela SRE quando esta discute as perspectivas de crescimento da CPFL Renováveis:

(i) A companhia vai ser bem-sucedida em novas licitações ou na aquisição de novos ativos?

(ii) Qual será o quadro regulatório e a dinâmica na licitação de energia nova ou em processos de M&A no futuro?

(iii) A companhia será competitiva no mercado em termos de pressupostos e limites internos de IRR?

(iv) Como será a concorrência no futuro?

(v) Como é que a companhia vai financiar os projetos Greenfield ou as aquisições?

(vi) Os novos projetos irão gerar valor para os acionistas, considerando a dinâmica do mercado atual e o cenário competitivo?

64. Todas essas perguntas, entre muitas outras que também poderiam ser levantadas, são eivadas por tal incerteza que na prática não é possível prever se a CPFL Renováveis será capaz de adicionar novos projetos no futuro, e sob quais circunstâncias e parâmetros adicionaria tais projetos se o fizer. Por tal motivo, eles são impróprias para serem consideradas em um exercício de avaliação. [14]

65. Surpreendentemente, a SRE ignora totalmente todos esses fatos e define sua própria opinião, sem qualquer suporte técnico, presumindo em suas próprias

projeções a longo prazo sobre a Companhia riscos e incertezas que vão além das práticas internas e usuais própria da Companhia.

66. O exercício da SRE está cheio de erros e premissas inadequadas, uma vez que é fundamentalmente incorreto supor que a CPFL Renováveis terá uma maior taxa de crescimento de longo prazo quando comparado à CPFL Energia. Essa é a premissa chave (porém, errada) da análise da SRE, levando à teoria imprecisa de que o método utilizado na Demonstração Justificada de Preço (com base nos dados financeiros mais recentes antes da aquisição do controle indireto pela Ofertante) não oferece tratamento igualitário aos acionistas da Companhia. Essa teoria é falsa por várias razões óbvias:

(i) Resultado Financeiro Real: Mesmo considerando os 6 trimestres desde 2Q2016 a 4Q2017, a proporção de EBITDA ainda é consistente com a Demonstração Justificada de Preço.

Real	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	Média
CPFL-E	966	1,120	1,004	1,196	1,027	1,275	
CPFL-R	211	345	270	236	223	408	
Proporção	21,8%	30,8%	26,8%	19,8%	21,7%	32,0%	25,5%

(ii) Investimentos de Aquisições e Greenfield: A CPFL Energia adquiriu com sucesso a relevante empresa de distribuição de energia RGE Sul (antigo AES Sul) em 2016 por aproximadamente R$ 1,7 bilhões (valor de *equity*), enquanto que o mais recente projeto da CPFL Renováveis adicionado à sua carteira foi em abril de 2015 (por meio de uma licitação regulamentada), e só tinha 26,5 MW – um projeto muito pequeno (1,2% de sua carteira contratada à época).

(iii) Crescimento recorrente: Mesmo sem Aquisições e projetos Greenfield, a CPFL Energia ainda pode alcançar crescimento por seu investimento recorrente no ramo de distribuição regulamentado. Por outro lado, a CPFL Renováveis não é capaz de alcançar qualquer crescimento real sem Aquisições ou o desenvolvimento de projetos Greenfield, uma vez que a única fonte de receitas da CPFL Renováveis é proveniente dos contratos de compra de energia e cresce apenas de acordo com inflação.

(iv) Programa de investimento: As informações públicas disponíveis no momento em que o preço da CPFL Energia estava sendo negociado com os vendedores indicaram um programa de investimento oficial para a companhia, principalmente focada no negócio de distribuição, como já dito no passado. Os investimentos dedicados ao negócio de CPFL Renováveis representaram apenas 12% do total de investimentos do grupo projetado para o período 2016-2020 e 72% desse investimento total foi concentrado em um único ano (2016). Ao contrário, o investimento para o negócio de distribuição foi praticamente constante em termos reais em todos os anos do ciclo de investimento, provando que o crescimento foi mais consistente para essa área ao longo do tempo.

(v) Recursos financeiros para o crescimento: A CPFL Energia tem uma forte capacidade de financiamento para oportunidades de investimento, enquanto a CPFL Renováveis está obrigada por seus contratos de financiamento a se desalavancar e utilizar seus recursos para pagar sua dívida[15]. De fato, em dezembro de 2017, a Companhia decidiu que não tomará parte em novas licitações por causa de suas restrições financeiras.

67. Por todas essas razões, a metodologia aplicada pela Ofertante estava tecnicamente correta, razoável e de acordo com a prática de mercado. Também foi consistentemente aplicada à CPFL Energia e à Companhia. Na verdade, levou a números que foram percebidos pelo mercado como refletindo adequadamente o preço correto das ações da CPFL Renováveis. Uma prova incontestável de tal razoabilidade é a venda em bloco realizada em 27 de junho de 2017, na qual aproximadamente 24 milhões de ações da CPFL Renováveis (cerca de 5% capital social) foram inicialmente oferecidas ao mercado por um preço mínimo de R$ 11,80 por ação (aproximadamente 8% abaixo preço de oferta ajustada pela taxa SELIC até 26 de junho de 2017) e finalmente vendidas por R$ 12,36 por ação – mostrando que há acionistas ansiando por vender suas ações por um preço inferior ao valor em si da Oferta. Também vale notar que o vendedor era um dos reclamantes originais sob a reclamação que deu origem a estas discussões.

COMPARAÇÕES DE MÚLTIPLOS X EBITDA PROPORCIONAL

68. Para uma questão de clareza, e diferentemente do que afirma a SRE no item 61 do Relatório, a principal metodologia utilizada para derivar o preço da CPFL Renováveis na Demonstração Justificada de Preço não é equivalente a uma avaliação relativa baseada em múltiplos. Como afirmado pelo Prof. Aswath Damodaram:

> *"(…) In relative valuation, the value of an asset is derived from the pricing of comparable assets, standardized using a common variable such as earnings, cash flows, book value, or revenues. (…) Relative valuation relies much more in the market. In other words, we assume that the market is correct in the way it prices stocks on average, but that it makes errors on the pricing of individual assets. We also assume that a comparison of multiples will allow to us to identify these errors […]"[16].*

69. Como claramente declarado na Demonstração Justificada de Preço, a metodologia utilizada para derivar o preço da CPFL Renováveis no âmbito da avaliação da CPFL Energia é o método de EBITDA proporcional, que basicamente determina o preço de um ativo dentro de um grupo maior com uma avaliação determinada com base na sua contribuição efetiva de EBITDA em relação ao total do grupo. Portanto, embora seja um método baseado em EBITDA, tal avaliação não tem nada a ver com uma abordagem de avaliação relativa baseada em múltiplos, já que não depende de parâmetros comparáveis de empresas ou do mercado.

70. Como já vimos, não é atribuição da SRE alterar a metodologia aplicada (incluindo por meio da inclusão de projeções futuras), mas apenas verificar a consistência da Demonstração Justificada de Preço. O Laudo é um elemento adicional para a realização de tal teste. Vamos analisar abaixo por quais razões o desrespeito da SRE ao Laudo é injustificado.

D. A DESCONSIDERAÇÂO DO LAUDO DE AVALIAÇÃO DO FATOR PELA SRE

71. Conforme descrito no item 52 do Relatório, o objetivo do Laudo é auxiliar a CVM a verificar se a consistência entre os preços da companhia controladora e da companhia controlada (ou seja, a proporção da companhia controladora representada pela companhia controlada) foi adequadamente estabelecida pela Ofertante. A SRE, ao analisar os pressupostos adotados pelo Avaliador, concluiu que o Laudo teria adotado premissas não razoáveis e, portanto, decidiu usar outros critérios considerados mais apropriados para precificar as ações da Companhia.

72. No entanto, embora mencionando alegadas inconsistências no Laudo, a SRE se limitou a discutir divergências de opinião sobre as premissas e metodologias empregadas pelo Fator, não reconhecendo que as premissas foram essencialmente as estabelecidas pelas próprias CPFL Energia e CPFL Renováveis, e que o Laudo foi elaborado estritamente de acordo com a Instrução CVM nº 361.

73. As premissas assumidas pelo Avaliador são, de fato, razoáveis e corretas, e a SRE mais uma vez excede seu papel, ao mesmo tempo em que adota premissas não razoáveis ao atacar o relatório, ignorando ainda as premissas preparadas pela administração da Companhia. Considerando o número de questões no Relatório, analisamos no Anexo II os pontos levantados pela SRE de acordo com os itens em que foram mencionadas no Relatório. Ao mesmo tempo, apresentamos no Anexo III carta recebida do Avaliador em que este defende as premissas adotadas na elaboração do Laudo. De toda forma, nesta seção serão feitos comentários adicionais ao Laudo e a respeito do papel do Avaliador.

RESPEITO ÀS PREMISSAS ADOTADAS PELA ADMINISTRAÇÃO DAS COMPANHIAS

74. A primeira questão a se considerar é a forma como a SRE rejeita como inválidos certos pressupostos e premissas usadas pelo Avaliador que, de fato, eram os mesmos usados e estabelecidos pela administração da CPFL Energia e CPFL Renováveis à época da operação. Essa abordagem é indefensável. Como a SRE pretende substituir a gestão profissional de ambas as companhias na análise das características particulares do setor de energia e das próprias companhias (por exemplo, o tratamento do valor terminal)? Como o Avaliador também poderia descartar as informações fornecidas pela administração em seu exercício?

75. A resposta é que nenhum deles poderia. A menos que as informações fornecidas pela administração estivessem repletas de erros fáticos que pudessem ser conhecidos no momento da assinatura do SPA, qualquer análise das informações sobre as companhias divulgadas pela administração deveria ser tratada com a devida atenção – tendo em vista que esses dados constituíam a visão compartilhada dos executivos profissionais que conheciam as companhias e sua inserção no mercado

melhor do que qualquer terceiro poderia. A simples rejeição de tais pressupostos pela SRE é o primeiro erro grave na análise do Laudo.

AUTONOMIA DO AVALIADOR

76. Não obstante o uso de metodologias que tentam conferir maior grau de objetividade à análise das companhias, todos os relatórios de avaliação de companhias têm um certo grau de subjetividade, uma vez que cada avaliador, dentro de um exercício discricionário pautado pelos limites da razoabilidade, aplicará os pressupostos e projeções que considera apropriados para cada caso específico. Alguns pressupostos sempre estarão sujeitos a discussão. No entanto, há uma diferença substancial entre um ponto de vista divergente em relação a uma escolha subjetiva e um erro técnico em uma questão fática. Uma simples divergência de opiniões em relação a questões subjetivas não pode ser considerada pela SRE como um erro técnico que desqualificaria um Laudo preparado com base em premissas normalmente aplicadas no mercado de capitais brasileiro, de acordo com os requisitos estabelecidos na Instrução CVM nº 361.

77. A independência do avaliador na determinação das premissas foi reconhecida pelo Colegiado da CVM. O Diretor Gustavo Borba, no Processo SEI nº 19957.001060/2016-44 (discutindo um caso em que houve uma discussão de preços justos, forma diferente da Oferta Pública), reconhece a independência do avaliador para determinar as premissas aplicáveis, quando declarou expressamente que a CVM não poderia exigir que o avaliador alterasse os pressupostos adotados para o relatório de avaliação, desde que tais premissas pudessem ser fundamentadas com dados consistentes e informações completas, precisas, atuais, claras e objetivas - o que claramente ocorreu no presente caso:

> *"Importante observar que, nos termos do inciso II do anexo III da ICVM 361/02, o laudo de avaliação deverá refletir a opinião do avaliador. Não poderia a CVM, portanto, via de regra, obrigar o avaliador a alterar uma premissa adotada para realização do laudo, desde que essa premissa fosse fundamentada em dados consistentes e informações "completas, precisas, atuais, claras e objetivas" (inciso I do anexo III da ICVM 361/02)."*

78. Além disso, o voto do Diretor Gustavo Borba no Processo SEI 19957.001060/2016-44 afirma, comentando as premissas do Avaliador (nesse caso específico, em uma determinação de preço justo), que o Avaliador não é obrigado a fazer projeções que ele julga improváveis, desde que exista uma justificativa para essa escolha - um comentário que se aplica às críticas da SRE ao Laudo, mas também, *mutatis mutandi*, ao exercício de avaliação da Ofertante neste caso:

> *"7. Ocorre que o Avaliador fixou seu entendimento de que essas potencialidades envolveriam imprevisibilidade de alto grau, do que decorreria a impossibilidade de atribuir um valor correspondente a essa circunstância. Em síntese, adotou o Avaliador a premissa de que a possibilidade de celebração de eventuais novos contratos não agregaria qualquer valor à companhia.*
>
> *8. Nesse contexto, apesar de considerar o entendimento da SRE bem mais razoável do que o do Avaliador, receio que estejamos ingressando na pantanosa área da reapreciação do mérito do laudo de avaliação.*
>
> *9. Diante da premissa de que determinada circunstância não agregaria valor para a companhia, entendo ser despropositada a exigência de realização de "cálculo objetivo" para demonstrar a ausência de valor, uma vez que a questão envolveria premissa que fulminaria, em etapa preliminar, a possibilidade de qualquer cálculo.*
>
> *10. **Ao considerar que certa circunstância não está apta a influir no valor de uma companhia, o avaliador deve apenas apresentar dados, justificativas e informações que embasem essa premissa, não sendo muitas vezes possível a realização de cálculo objetivo para demonstrar a ausência de valor**."*

79. Em qualquer caso, além da flexibilidade dada ao Avaliador, deve-se notar que a metodologia empregada pelo Avaliador para avaliar a CPFL Energia e a CPFL Renováveis foi a mesma. Qualquer tratamento diferenciado foi dado à luz das diferentes classes de ativos de ambas as companhias[17], de acordo com a visão adotada pela CPFL Energia e CPFL Renováveis antes da alteração de controle, também de acordo com a prática de mercado.[18] Essa diferenciação não representa inconsistência - pelo contrário, não aplicar isso distorceria os resultados finais. Assim, a discussão de crescimento com o negócio de distribuição da CPFL Energia não tem nada a ver com o debate sobre a igualdade de tratamento. O negócio de distribuição da CPFL Energia é uma atividade regulada que apresenta taxas de crescimento estáveis e previsíveis, e é aceito como prática razoável de mercado considerar que o Governo Federal renovará as concessões ao longo do tempo[19], se não houver queda na qualidade de serviço ou situação anormal, o que não poderia ser previsto dado o histórico operacional e financeiro comprovado da CPFL Energia.

80. Dados esses fatores, o laudo de avaliação deve ser considerado como um elemento adicional para confirmar que a metodologia aplicada pela Ofertante foi consistente e atingiu um resultado que reflete adequadamente a correlação entre as duas companhias. O Avaliador optou por aplicar um método de fluxo de caixa descontado em seu cálculo (ou seja, uma metodologia diferente da utilizada pela Ofertante) e atingiu um preço para as ações da Companhia que é similar ao que temos hoje nos documentos da Oferta - um sinal revelador que não pode ser descartado. Do mesmo modo, o Laudo indicou uma proporção entre o valor de ambas as companhias semelhante ao estabelecido na Demonstração Justificada de Preço.

81. As questões acima mostram que a SRE assumiu um papel que não lhe compete - no que se aproxima de uma tentativa de substituir a Ofertante, os vendedores, a administração da CPFL Energia e da CPFL Renováveis, o Avaliador e o conhecimento coletivo da indústria e do mercado de capitais como um todo. Ao fazê-lo, claramente não conseguiu produzir um resultado consistente.

82. Assim, como visto acima, o Laudo é válido, confirma a consistência da metodologia aplicada pela Ofertante e não pode ser simplesmente desconsiderado porque a SRE discordou de alguns dos pressupostos, especialmente quando tais pressupostos foram estabelecidos pela administração das companhias.

E. TESTE DA SRE DA DEMONSTRAÇÃO JUSTIFICADA DE PREÇO E INADEQUAÇÃO DAS METODOLOGIAS PROPOSTAS PELA SRE

83. Demonstrou-se amplamente no capítulo C deste recurso que a SRE ignorou uma metodologia de alocação de preços escolhida pela Ofertante que era válida e consistentemente aplicada. Também descartou o Laudo sem uma boa justificativa. Finalmente, a SRE extrapolou sua competência, escolhendo seus próprios métodos de avaliação.

84. A mera iniciativa de elaborar novas metodologias é excessiva. Para piorar as coisas, sua aplicação foi evidentemente imperfeita. O exercício da SRE nos itens 138 a 146 do Relatório apresenta muitas falhas. Gostaríamos de fazer os seguintes comentários em relação a cada um desses métodos:

(i) Uso do "Preço médio ponderado das ações nos 12 meses anteriores à Transação" e do "Preço médio ponderado das ações nos 60 pregões anteriores à Transação": Como discutido amplamente durante a Oferta, os precedentes da CVM[20] e as melhores práticas de mercado indicam que os métodos baseados em cotação das ações em bolsa geralmente são inadequados, especialmente levando em consideração as companhias com baixa liquidez, como a CPFL Renováveis. O método traz outros problemas, com mudanças dependendo dos dados utilizados - por exemplo, nosso cálculo semelhante[21] com base nos números disponibilizados pela Economatica e Bloomberg resultou em R$ 12,21 no período de 12 meses anteriores (contra R$ 12,86 da SRE) e R$ 12,40 nos 60 pregões anteriores (contra R$ 12,97 da SRE). De fato, uma única transação, no dia 12 de maio de 2016, representou 98,9% do volume total dos 60 pregões anteriores e 94,57% do volume total do período de 12 meses, mostrando que o preço da ação é vulnerável à influência individual e, portanto, não é um indicador confiável de valor.

(ii) Uso do "Valor do patrimônio líquido disponível à época da Transação": Esta metodologia também é inadequada, porque o valor contábil de uma ação ou companhia não capta necessariamente seu valor econômico, especialmente em um país como o Brasil, no qual, dentre outros problemas, os ativos imobilizados no balanço não refletem o efeito da inflação ao longo do tempo e, portanto, não estão corretamente cotados ao valor de mercado. No caso da CPFL Energia e da CPFL Renováveis, a inadequação da aplicação dessa metodologia é ainda mais significativa - é surpreendente que a CVM ignore o fato de que a CPFL Energia tenha ativos muito mais antigos do que a CPFL Renováveis (que é uma companhia relativamente nova), o que torna seu valor contábil altamente subestimado em relação ao valor contábil da CPFL Renováveis. Portanto, o exercício realizado pela SRE é inerentemente falho e não pode ser aplicado do ponto de vista técnico.

(iii) Uso do "preço-alvo divulgado em relatórios elaborados por analistas de mercado que avaliaram as duas companhias anteriormente à transação": esta metodologia, que é utilizada pela SRE para fixar o preço da oferta, é mais do que questionável. Conforme indicado anteriormente e também destacado por especialistas como a Sra. Ana Novaes e o Sr. Oscar Malvessi em seus relatórios técnicos, as projeções de analistas de mercado apresentam várias simplificações e falhas, algumas não são baseadas nas projeções reais preparadas pelas companhias e historicamente apresentaram desvios relevantes em relação aos resultados históricos reais das companhias. Portanto, as projeções de preços-alvo de analistas são simplesmente uma referência, mas não podem representar um indicador adequado para uma operação de mais de R$3,0 bilhões[22] como a oferta pública da CPFL Renováveis.

(iv) Utilização da metodologia "Proporção de EBITDA das duas Companhias constante do orçamento aprovado por seus conselhos de administração disponível à época da Transação (dados referentes aos anos de 2016 a 2020)": este método utiliza projeções preparadas pela Companhia, que devem ser evitadas para rejeitar subjetividades no preço da Companhia, como discutimos em detalhes no capítulo C desta carta, considerando que, historicamente, as projeções da administração da CPFL Renováveis são excessivamente otimistas e não se materializaram. Assim, adotar um critério de avaliação baseado em uma premissa historicamente falsa seria validar proposições que não têm conexão com a realidade. Além disso, a Ofertante não teve acesso às projeções da Companhia quando o preço foi negociado com os vendedores. Por essa razão, seria totalmente inconsistente e inadequado exigir que a Ofertante usasse as projeções futuras do EBITDA da CPFL Renováveis ao alocar o preço. Há outros problemas importantes com o exercício da SRE: (a) a SRE a descreveu como a comparação entre os orçamentos aprovados pela diretoria da CPFL Energia e CPFL Renováveis, mas os dados para a CPFL Renováveis não são do orçamento (que foi aprovado em março de 2016), eles são do plano estratégico (que foi aprovado em dezembro de 2015); (b) os orçamentos analisados não consideraram a aquisição da RGE Sul pela CPFL Energia, anunciada antes da mudança de controle ter sido divulgada em julho de 2016, o que reduziu incorretamente o EBITDA da CPFL Energia; (c) como explicado por várias análises apresentadas à SRE, o principal motor do crescimento da CPFL Renováveis é a operação comercial de seus projetos em construção, e a CPFL Renováveis já possui 96% de sua capacidade contratada operacional até 2016, de modo que seu crescimento passado não é indicativo de crescimento futuro; e (d) os resultados financeiros reais do 2T2016 ao 4T2017 ainda suportam a alocação de preços da Ofertante, pelo fato de a CPFL Renováveis ter falhado significativamente em suas projeções, enquanto os resultados da CPFL Energia corresponderam às suas expectativas:

EBITDA das Companhias (em R$ milhões):

Reais	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	Média
CPFL-E	966	1,120	1,004	1,196	1,027	1,275	
CPFL-R	211	345	270	236	223	408	
Proporção	21,8%	30,8%	26,8%	19,8%	21,7%	32,0%	25,5%

Resultado Financeiro das Companhias (em R$ milhões):

EBITDA		2016	2017
CPFL Energia	Budget	3,805	4,278
	Actual	4,126	4,863
CPFL Renewables	Budget	1,185	1,450
	Actual	993	1,222

Net Income		2016	2017
CPFL Energia	Budget	935	1,159
	Actual	879	1,243
CPFL Renewables	Budget	314	519
	Actual	-144	20

F. CONCLUSÃO – EXTRAPOLAÇÃO DE COMPETÊNCIA DA SRE NA ANÁLISE DO PREÇO

85. Como mostramos ao longo deste recurso, a SRE extrapola seu papel na análise do preço a ser pago aos acionistas minoritários da Companhia como resultado da transferência indireta de controle:

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

(ii) A SRE claramente ignorou 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 é o caso, ou se o método de avaliação aplicado pela Ofertante fosse exótico ou incomum;

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

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

(v) A SRE iniciou então 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 Renováveis - que, como sabemos, não é aplicável a ofertas públicas de aquisição como essa), sem nunca demonstrar por que a Demonstração Justificada de Preço não é adequada;

(vi) Com esse comportamento, a SRE perdeu de vista o fato de que o cálculo do preço da CPFL Renováveis deve levar em conta o que a CPFL Renováveis representa, proporcionalmente, no preço real que foi pago pela CPFL Energia! Em outras palavras, o cálculo de um preço autônomo, ideal ou justo, conforme a SRE realizou, não tem lugar no caso atual; e

(vii) A posição da SRE cria instabilidade no mercado, viola os precedentes relevantes e ignora o marco regulatório definido de forma diligente e deliberada pelo Colegiado da CVM ao longo dos anos.

86. Pelas razões descritas neste recurso e para a preservação do melhor interesse do mercado, a decisão da SRE que estabeleça um preço mínimo para as ações da CPFL Renováveis deve ser reconsiderada pela SRE ou reformada pelo Colegiado da CVM.

G. PEDIDO

87. Tendo em vista o que precede, a Ofertante solicita respeitosamente que esse recurso seja recebido com efeito suspensivo, tendo em vista as potenciais perdas resultantes do cumprimento da decisão original da SRE, e para:

(i) Que a SRE reconsidere sua decisão de determinar a retificação dos documentos da Oferta de modo que o preço por ação da Oferta seja pelo menos igual ao menor dos valores obtidos pela SRE com a adoção dos novos critérios apresentados no Ofício, reconhecendo que a Demonstração Justificada do Preço da Ofertante é consistente e confirmando o registro da Oferta com o preço atual por ação indicado nos documentos da Oferta; ou, se a SRE não reconsiderar sua decisão,

(ii) Para que esta carta seja recebida como recurso ao Colegiado da CVM, de acordo com os regulamentos aplicáveis, solicitando ao Colegiado da CVM que reforme as decisões da SRE no âmbito do Ofício e do Relatório, reconhecendo que a Demonstração Justificada do Preço da Ofertante é consistente e confirmando o registro da Oferta com o preço atual por ação indicado nos documentos da Oferta.

88. Permanecemos à disposição para esclarecimentos adicionais em relação ao exposto."

V. Nossas Considerações

51. Conforme se verifica na parte inicial do Recurso, as alegações apresentadas foram enquadradas em 6 tópicos, quais sejam: "A. LINHAS GERAIS DO PAPEL DA CVM NA DISCUSSÃO DO PREÇO", "B. PREÇO CONTRATUALMENTE ESTABELECIDO", "C. ADEQUAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO UTILIZADO PELA OFERTANTE E DA DEMONSTRAÇÃO JUSTIFICADA DE PREÇO", "D. A DESCONSIDERAÇÂO DO LAUDO DE AVALIAÇÃO DO FATOR PELA SRE", "E. TESTE DA SRE DA DEMONSTRAÇÃO JUSTIFICADA DE PREÇO E INADEQUAÇÃO DAS METODOLOGIAS PROPOSTAS PELA SRE" e "F. CONCLUSÃO – EXTRAPOLAÇÃO DE COMPETÊNCIA DA SRE NA ANÁLISE DO PREÇO".

52. Primeiramente, cabe ressaltar que ratificamos todo o entendimento que foi por nós manifestado por meio do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, de modo que encaminharemos o Recurso ao Colegiado da CVM após tecer, na presente seção, comentários adicionais a respeito das alegações apresentadas nos tópicos supramencionados.

53. Iniciaremos tecendo comentários a respeito dos tópicos A e B, oportunidade em que recapitularemos a regulamentação aplicável às alienações indiretas de controle de companhias abertas, bem como reanalisaremos detalhadamente os precedentes sobre o assunto.

54. A OPA por alienação indireta de controle é prevista no *caput* e § 1º do art. 254-A da Lei nº 6.404/76 ("LSA"), nos seguintes termos:

> "*Art. 254-A. A alienação, direta ou **indireta**, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das 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 por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.*
>
> *§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou **indireta**, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade."* (grifos nossos)

55. A regra prevista no dispositivo legal supramencionado foi regulamentada por meio do art. 29 da Instrução CVM 361, que assim dispõe em seu *caput* e parágrafo 6º:

> *"Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou **indireta**, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.*
>
> *(...)*
>
> *§ 6º **No caso de alienação indireta do controle acionário**:*
>
> *I – **o ofertante deverá submeter à CVM**, juntamente com o pedido de registro, **a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404, de 1976, correspondente à alienação do controle da companhia objeto**; e*
>
> *II – **a CVM poderá, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto**."* (grifo nosso)

56. Por sua vez, o Regulamento do Novo Mercado da B3, vigente à época da alienação de controle da Companhia, assim dispunha com relação à alienação de controle direta ou indireta, nos termos de seu item 8.1:

> *"8.1 Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes **assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante**.*
>
> *8.1.1 **A oferta pública referida no item 8.1 será exigida, ainda**:*
>
> *(...)*
>
> *(ii) **em caso de alienação de controle de sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que, neste caso o Acionista Controlador Alienante ficará obrigado a declarar à BM&FBOVESPA o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor**."* (grifos nossos)

57. Com base no acima exposto, verifica-se que, nos casos em que ocorre a alienação indireta de controle de companhia aberta listada no Novo Mercado da B3, a OPA por alienação de controle a ser realizada deverá assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante e que deverá ser encaminhado à CVM e à B3 documento que justifique e comprove o valor atribuído à companhia alienada indiretamente na operação de alienação de controle de sua controladora.

58. Dos precedentes em que o Colegiado da CVM se manifestou sobre a aplicação dos dispositivos supramencionados, destacam-se os casos analisados no âmbito das seguintes ofertas: (i) OPA por alienação de controle indireta de Arcelor Brasil S.A. (decisão datada de 21/03/2007 - Processo CVM nº RJ-2007-1996); (ii) OPA por alienação de controle indireta de Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (decisão datada de 04/10/2007 - Processo CVM nº RJ-2007-11573); e (iii) OPA por alienação de controle indireta de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A. (decisão datada de 04/03/2008 - Processo CVM nº RJ-2008-252).

59. No que se refere à OPA por alienação de controle indireta de Arcelor Brasil S.A., o Colegiado da CVM deliberou nos seguintes termos:

> ***"RECURSO CONTRA DECISÃO DA ÁREA TÉCNICA A RESPEITO DA NECESSIDADE DE REALIZAÇÃO DE OPA DE AÇÕES DE ARCELOR BRASIL S.A. – PROC. RJ 2007/1996***
>
> *Reg. nº 5443/07*
> *Relator: DMH*
>
> *Trata-se de recurso da Mittal Steel Company N.V ("Mittal"), e do intermediário por ela contratado Banco Santander Banespa S/A ("Santander"), em conjunto referidos como Recorrentes. O recurso foi interposto da decisão da SRE relativa à oferta pública de aquisição ("OPA") de ações de Arcelor Brasil S.A. ("Arcelor Brasil"), apresentada pela Mittal por força da aquisição direta do controle da Arcelor S.A. ("Arcelor"), na Europa, que resultou na aquisição indireta do controle da Arcelor Brasil.*
>
> ***O principal ponto controvertido no recurso diz respeito ao cálculo do preço da OPA, o qual deve equivaler à parcela do preço pago pelas ações de Arcelor que corresponda à aquisição indireta das ações de controle de Arcelor Brasil, que pertencem à Arcelor. Na discussão surgiram questões preliminares quanto à competência da CVM para examinar o acerto da utilização de um ou outro critério**, e quanto à possibilidade de consideração de documentos apresentados pela Mittal em língua estrangeira e com tradução livre (isto é, sem tradução juramentada), e adicionalmente após a conclusão da análise do pedido de oferta pela CVM. Houve, ainda, uma discussão quanto aos efeitos, sobre a escolha do critério de cálculo do preço da OPA, da disposição estatutária de Arcelor Brasil que assegura tratamento igualitário aos acionistas minoritários em caso de alienação de controle. Por fim, existe um pedido de dispensa do ofertante quanto à apresentação de laudo de avaliação da Mittal-Arcelor, cujas ações comporão, em parte, o preço da OPA, por permuta.*
>
> ***A Diretora Relatora apresentou voto no sentido de que**:*
>
> *a. **a CVM tem competência para analisar (e o dever de fazê-lo) se a "demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto", a que se refere o § 6º do art. 29 da Instrução 361/02, foi realmente feita de maneira justificada, isto é, se há elementos que comprovem que a parcela do preço relativa ao controle indiretamente alienado é aquela descrita no edital. Foi desse dever que a SRE se desincumbiu ao examinar a demonstração realizada pela ofertante, e entendê-la não justificada com base em documentos hábeis**;*
>
> *b. A CVM deve analisar documentos em língua estrangeira apresentados acompanhados de traduções livres e escritos em língua de domínio razoavelmente generalizado entre os servidores da autarquia (como o Inglês e o Espanhol), sem prejuízo de que, quanto a documentos que, após a análise, venham a ser necessários para a produção de efeitos processuais, ou perante terceiros, seja determinada, a posteriori, a apresentação de tradução juramentada;*
>
> *c. Embora não exista norma legal que proíba a apresentação de documentos após a análise do processo pela área técnica, o procedimento recomendável*

aos agentes de mercado é a apresentação de todos os documentos quando do pedido de registro da OPA ou, mais tardar, quando do cumprimento das exigências, sob pena, inclusive, de processo sancionador, também contra o intermediário, caso a não apresentação se dê com a finalidade de dificultar ou retardar a ação fiscalizatória da CVM. No caso concreto, contudo, considerando que se trata da primeira oferta examinada pela CVM decorrente de aquisição originária de controle através de oferta pública, de que resulta a obrigação de realização de OPA por aquisição indireta de controle, é de proceder-se à análise dos documentos apresentados com o recurso, inclusive com pedido de confidencialidade deferido, pois é razoável admitir (embora não seja possível afirmar) que a recorrente não tenha percebido anteriormente a necessidade de apresentação de tal documento;

*d. **Quanto ao mérito, examinando-se os documentos apresentados, deve ser admitida a forma de cálculo apresentada pela ofertante, baseada em múltiplos de EBITDA das companhias controladora e controlada, pois fica claro que tal critério foi considerado não apenas pela ofertante, mas também pelo Conselho de Administração da Arcelor, ao recomendar a venda das ações na oferta européia. O argumento da SRE de que as declarações do Presidente do Conselho da Arcelor nesse sentido, não podem ser aceitas porque as partes vieram a se tornar relacionadas após a aquisição, não pode prevalecer. Isto porque nas OPAs de alienação de controle em princípio sempre deve prevalecer (e tem prevalecido nas análises da CVM), o preço declarado pelas partes nos contratos, e tais partes, depois de celebrado o contrato, são evidentemente partes relacionadas por um interesse comum. Além disso, a carta do Sr. Lakshmi Mittal ao Presidente do Conselho da Arcelor, que buscava expor as razões pelas quais a oferta européia era vantajosa, por diversas vezes faz referência aos múltiplos de EBITDA visando a demonstrar as vantagens da oferta. Caso se tratasse de critério exótico, ou pouco usual, até se poderia afastar a eficácia de tais documentos como prova, mas não é o caso, sendo notória a utilização de tais critérios na formação de propostas a serem realizadas em operações de fusão e aquisição. Por outro lado, ao contrário do que entendeu a SRE, o critério de comparação de valor de mercado das companhias controlada e controladora para efeito de determinar a parcela do preço pago pelo controle da primeira que corresponda ao preço da segunda somente deve prevalecer se foi o critério escolhido pelas partes contratualmente ou, não havendo contrato, como é o caso, se não houver outro critério devidamente justificado, não podendo ser imposta essa relação;***

e. Quanto à disposição estatutária de Arcelor Brasil que assegura tratamento eqüitativo aos acionistas minoritários, em caso de aquisição de controle (direta ou indireta), os seus efeitos se produzem se for oferecida aos acionistas minoritários a mesma moeda de pagamento e o preço proporcionalmente pago. Quanto à moeda de pagamento, não há dúvida de que ela está sendo respeitada neste caso. E quanto à proporção do preço, retorna-se à discussão que constitui o centro deste processo, relativa ao critério utilizado. Não é correto afirmar que apenas o critério da comparação de valor de mercado assegura esse tratamento igualitário, especialmente quando se trata de companhias listadas em mercados diversos, e isto porque tal critério tanto pode levar a vantagens como a desvantagens para os acionistas minoritários das companhias controladas, quando se tratar de controladas que estejam subavaliadas em Bolsa de Valores. Não há, portanto, um critério que assegure, de maneira melhor que os outros, o tratamento eqüitativo a que se refere o estatuto, sendo contudo de lembrar que a Instrução 361/02 exigiu sempre a apresentação de laudo de valor econômico, em todas as ofertas a serem registradas, inclusive naquelas em que a lei determina o pagamento de um preço justo, demonstrando que tal critério é o que lhe parece em regra mais adequado para o cálculo do preço;

f. Por fim, foi deferido o pedido de dispensa de apresentação de laudo de avaliação da Mittal, pois embora se trate de oferta de permuta, as ações da Mittal possuem extrema liquidez, sendo ampla a disponibilidade de informações sobre a companhia, de maneira que o benefício que seria proporcionado aos acionistas destinatários da OPA seria bem inferior ao custo de retardamento da realização da oferta que a imposição da realização do laudo acarretaria. Adicionalmente, a informação que estará disponível aos acionistas destinatários da OPA no Brasil será a mesma que esteve disponível aos acionistas destinatários da oferta na Europa.

A Diretora Relatora votou, ainda, no sentido de que fossem acolhidos os ajustes no cálculo de preço baseado em EBITDA apresentados pela SRE em seu MEMO SRE/GER-1/Nº 66/2007, tendo em vista os equívocos constantes do cálculo efetuado pela ofertante, que quanto a esses pontos, portanto, não logrou apresentar a "demonstração justificada" a que se refere o § 6º do art. 29 da Instrução 361/02. Assim, o preço da OPA deverá ser ajustado na forma do referido Memo.

***O Presidente Marcelo Fernandez Trindade e o Diretor Substituto Antonio Carlos de Santana acompanharam o voto da Relatora. O Presidente apresentou voto separado com algumas considerações adicionais**.*

***Assim, o Colegiado, por unanimidade, acompanhou o voto da Diretora Relatora, determinando à SRE que fixe prazo para que a ofertante cumpra as exigências restantes e publique o edital da oferta.**"* (grifos nossos)

60. Abaixo transcrevemos os trechos do voto da Diretora Relatora do caso, Maria Helena Santana, que contribuem para a análise do presente caso:

"(...)

Questões preliminares

*1. **Preliminarmente, já que isso foi questionado pela Recorrente, é preciso analisar se a CVM possui competência legal para, como fez a SRE, analisar a metodologia utilizada e os cálculos efetuados pela ofertante Mittal Steel para chegar ao preço a ser ofertado pelas ações da Arcelor Brasil.** O Recurso afirma: "Ora, a CVM está destituída de poderes para deixar de aprovar o instrumento de oferta pública de compra de ações com base no art. 254-A da LSA, desde que este atenda às regras impositivas da lei e da Instrução CVM nº 361/2002, como também não lhe cabe determinar ao administrado que adote metodologia de cálculo não prevista nas disposições normativas que estão sob a sua égide de atuação". E sendo a OPA decorrente de determinação estabelecida no estatuto social da Arcelor Brasil, a Recorrente sustenta ainda que: "Portanto, se já não teria a CVM competência para fixar o preço de uma OPA fundada no art. 254-A, menos ainda teria de fixá-lo em uma OPA calcada em disposição estatutária".*

*2. **A Instrução CVM nº 361/02 estabelece, em seu art. 29, § 6º, o dever do ofertante de apresentar à CVM a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido na oferta, nos casos de alienação indireta do controle. Isso confere à CVM, segundo entendo, não o direito, mas a obrigação de avaliar, como condição para a concessão do registro da OPA, primeiramente, se foi efetivamente apresentada uma demonstração e, em seguida, se essa demonstração pode ser considerada justificada.***

3. Além disso, neste caso específico, o art. 8º do estatuto social da Companhia fixa que a oferta deve "assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante". Conforme, também, profundamente analisado e consignado no voto vencedor, acompanhado pelo Colegiado na decisão do Processo CVM RJ 2006/6209 (itens 4 a 18 do voto), a CVM possui competência legal para fazer valer as regras estatutárias das companhias sob sua jurisdição, com o objetivo de assegurar direitos e obrigações ali prescritos.

> *"18. Assim, seja por força das matérias previstas na Lei 6.404/76, seja por força do disposto na Lei 6.385/76, a CVM tem competência legal para exercer suas atribuições à luz de cláusulas estatutárias. O que foi escrito no estatuto tem que ser respeitado na prática, sem o que não há relacionamento possível entre acionistas, nem mercado de capitais."*

*4. **Em razão disso, entendo que, além de examinar o instrumento de OPA para garantir a observância de normas de caráter procedimental e informacional, a CVM deve sem dúvida avaliar a demonstração justificada que for apresentada, com o objetivo final de fazer respeitar o disposto em relação ao preço da oferta seja no art. 254-A da Lei das SAs (80% do preço), seja no estatuto social (neste caso, em relação ao direito ao tratamento igualitário a ser conferido aos acionistas da Arcelor Brasil).***

*5. **Assim, vejo que a Recorrente não tem razão ao pretender restringir a competência da CVM ao nível da 'regulação instrumental e informacional'.***

*6. **Mas discordo do que concluiu a SRE a esse respeito, e expressou no seguinte trecho do MEMO/SER/GER-1/Nº 66/2007, em que manteve sua decisão recorrida:***

> *"(i) **em operações de aquisição de controle indireto de companhias abertas brasileiras, que envolvam companhias cujas ações apresentem comprovada liquidez em mercados de negociação pública, o cálculo da parcela do preço pago pelas ações da controladora que corresponda às ações da controlada indiretamente alienadas, deve, como regra, basear-se no critério do preço de mercado das ações de ambas as companhias, consideradas as cotações no momento em que se tornar público o evento que determine a ocorrência da OPA**;*
>
> *(ii) o mencionado critério deve prevalecer tanto em OPA decorrente de alienação indireta de controle, prevista no Art. 254-A da Lei nº 6404/76, quanto em caso de tratamento igualitário decorrente de dispositivo estatutário; e*
>
> *(iii) **tal critério aplica-se de forma geral às operações de alienação indireta de controle, a menos que, observado o princípio da boa-fé da ofertante e da instituição intermediária, haja, nos instrumentos contratuais ou na documentação referente ao negócio original que***

determinar a obrigação de realização da OPA no país, de forma cabal, o registro da utilização de critério ou metodologia diverso e verossímil, que fundamente o preço das ações na OPA.*" (grifei)*

*7. **Entendo que a lógica da norma é o exato oposto do que afirmou a área técnica, o que no entanto não afasta a competência da CVM para realizar a análise feita pela SRE, como sustentei anteriormente**.*

*8. **De acordo com o que estabelece a lei, o preço a ser ofertado pelo adquirente do controle na oferta pública por alienação de controle deve ter como referência o valor pago ao vendedor no negócio de alienação.** Especificamente neste caso, também é o que dispõe o estatuto social da Arcelor Brasil, ao assegurar aos demais acionistas tratamento igualitário ao que tiver sido obtido pelo(s) alienante(s). **Portanto, como regra geral e em princípio, ao contrário do que afirmou a SRE, julgo que a CVM não tem poderes que lhe permitam definir a metodologia a ser usada na determinação desse preço, mesmo em alienações indiretas de controle**.*

*9. **A situação excepcional que pode lhe conferir esse poder é aquela em que não existam evidências que considere razoáveis sobre a forma de precificação de cada sociedade controlada na operação de aquisição do controle da controladora. Mais concretamente, sobre o valor atribuído às ações da controlada no negócio, visando a garantir tratamento igualitário aos acionistas dessa companhia**.*

*10. **Em termos práticos, para o caso que se está analisando neste Processo, a divergência entre o que manifesto aqui e o que a SRE afirmou não terá conseqüências. Pois, tendo em vista que a SRE considerou inapta a demonstração justificada apresentada, sua análise sobre a metodologia foi feita de forma legítima e de acordo com o que a regulamentação exige da CVM, em minha opinião**. **Superado este ponto, pretendo analisar a existência ou não de documentação probatória suficiente para que o critério de preço alegado pelo ofertante seja aceito. Mas considerei relevante, antes disso, opinar que a análise sobre a metodologia mais adequada para a fixação do preço, diante da avaliação feita pela SRE de que não havia demonstração suficiente sobre qual teria sido a base do negócio, não foi feita em exorbitância aos poderes legais da CVM, e sim em obediência aos deveres que lhe são impostos.***

*11. **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**.*

12. Cabe analisar mais uma questão preliminar trazida pelo recurso, a de que a CVM estaria aplicando retroativamente uma nova interpretação normativa, e assim infringindo o que diz o inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99. Não considero cabível essa alegação, pois penso que a CVM está exercendo suas atribuições diante de uma situação que, ela sim, é inédita em nossa jurisdição e, portanto, nunca foi enfrentada.

13. Este processo decorre de uma operação que, não fosse pelo estatuto social da Arcelor Brasil, não teria sequer resultado na obrigação de realização da OPA, determinada pela CVM. Trata-se da aquisição do controle indireto da Companhia, realizada por meio de uma oferta dirigida a todos os acionistas da sua controladora. Nunca antes a CVM havia precisado analisar um pedido de registro de oferta em circunstância similar. E a decorrência mais evidente dessa nova situação é uma dificuldade ainda maior para a apuração do preço que assegure o tratamento devido aos acionistas da companhia objeto. Se normalmente já é um desafio identificar provas suficientes sobre qual foi a parcela do preço do negócio envolvendo a controladora correspondente a cada controlada, que dizer de um caso em que não houve um vendedor, mas milhares, e nenhum contrato de compra e venda foi firmado?

14. Certamente se está diante de uma situação nova e, assim, qualquer decisão poderia ser uma decisão inédita. E a CVM não poderia ter se furtado ao dever de analisar todos os aspectos desta OPA no processo de concessão do registro, apenas porque essa análise a faria tratar de questões que antes nunca havia tido que enfrentar.

O mérito da decisão recorrida

*15. **A questão central a discutir neste processo é a de se saber se a demonstração feita pela ofertante, na tentativa de comprovar que o método do cálculo no EBITDA da controladora Arcelor e na contribuição da controlada Arcelor Brasil, deve ser aceita, para efeito de cumprimento da obrigação de demonstração justificada da parcela do preço da aquisição de controle da Arcelor que correspondeu à aquisição indireta do controle de Arcelor Brasil, como exigido pelo art. 29, § 6º, da Instrução CVM 361/02**.*

*16. **Em seguida, haverá que decidir se, caso seja considerada como justificada a demonstração feita pela Recorrente, o critério por ela utilizado atende ao comando do estatuto da Companhia, que determina que a oferta em causa deve assegurar tratamento igualitário aos seus acionistas minoritários.***

(...)

21. Quanto ao mérito, saliento, em primeiro lugar, que em operações de fusões e aquisições, os métodos de avaliação são utilizados pelas partes compradoras e vendedoras para formar sua convicção quanto aos preços a propor e a aceitar. Tais métodos também são mencionados durante as negociações, como forma de convencimento. Mas os métodos de cálculo de preços não são, eles próprios, parte do preço. Raramente existem rastros, nos contratos, de que método foi utilizado por comprador e vendedor para estabelecer o preço, ele sim fixado no contrato, e elemento necessário nas compras e vendas.

22. Deu-se exatamente isso na operação de venda do controle da Corporación Sidenor S.A., a qual resultou na obrigação de realização de OPA por alienação indireta do controle aos acionistas da Aços Villares S/A. A CVM, por falta de evidências no contrato acerca da forma de cálculo da contribuição da companhia controlada no negócio de venda da controladora, aceitou, como demonstração justificada para efeito da apuração do preço, documento assinado pelas duas partes do negócio – comprador e vendedor – contendo declaração nesse sentido (Processo CVM RJ 2006/849).

23. Se isto é verdade quando se trata de operações de aquisição negociadas, que dizer de operações que resultam de oferta pública? Nessas, ainda com mais razão, normalmente o comprador (que faz a oferta) apenas lança um preço, que pode ter sido formado por vários métodos, mas cuja lei de formação normalmente não está explicitada.

*24. **No caso concreto, a ofertante sustenta que formou o preço da oferta de aquisição da Arcelor utilizando primordialmente a comparação entre múltiplos de EBITDA, e portanto a aplicação desse mesmo método é que serviria para explicitar a formação do preço de todos os ativos adquiridos, inclusive da Arcelor Brasil.***

25. Ninguém desconhece que os métodos de avaliação baseados no valor econômico são os mais comumente utilizados em transações desse tipo, entre eles o de fluxo de caixa descontado e o de múltiplos de EBITDA. Assim, a afirmação da ofertante faz sentido, e é confirmada pelo que ocorre com frequência. O valor de mercado, ou cotação de bolsa, só é normalmente utilizado para testar o valor que resulta dos métodos de avaliação por valor econômico, pois, evidentemente, se a oferta decorrente do valor econômico resultar em preço inferior ao de mercado — o que, em cenário de informações adequadas, raramente deverá acontecer —, a oferta não será lançada, pois não haverá vendedor.

*26. **A SRE desconsiderou alguns documentos apresentados no curso do processo de registro que indicam que o critério de múltiplos de EBITDA foi o principal entre aqueles considerados pelas partes quando da negociação acerca da oferta, entre os quais uma carta do Presidente do Conselho de Administração da Arcelor confirmando que aquele foi o critério considerado quando o Conselho de Administração avaliou a oferta da Mittal Steel (10) . A SRE entendeu que as pessoas que prestaram as declarações são, hoje, ligadas à Mittal Steel, o que desqualificaria tais declarações.***

*27. **Considerações dessa ordem poderiam eventualmente prevalecer se as informações constantes dos documentos apresentados indicassem a utilização de um método extraordinário, não usual, raramente usado para a fixação de preços relativos em negócios do tipo. Mas isso é exatamente o contrário do que ocorre neste caso, pois o critério de múltiplos de EBITDA é um dos mais utilizados. Ou seja: os documentos comprovam o que já seria mesmo intuitivo.***

28. O mesmo se aplica ao documento apresentado posteriormente, com o recurso, ao qual foi conferido tratamento confidencial. Trata-se de carta enviada em 2 de junho de 2006, pelo Presidente da Mittal Steel ao Presidente do Conselho da Arcelor, expondo argumentos, em grande parte baseados

em cálculos com múltiplos de EBITDA, pelos quais os administradores da Arcelor deveriam recomendar aos acionistas a aceitação da proposta revisada da Mittal Steel.

29. A carta em questão não faz qualquer referência aos ativos brasileiros da Arcelor, ou mesmo a qualquer outro ativo específico daquela companhia, e sim dedica-se a demonstrar aspectos que favoreceriam a Mittal Steel na comparação com outros competidores do setor.

30. Considerando o posicionamento da SRE e a relevância do documento, penso que será útil caracterizá-lo um pouco melhor:

. na parte em que defende a proposição de valor trazida por sua oferta aos acionistas da Arcelor, a carta da Mittal Steel começa por mencionar o seu Business Plan para 2006, baseado no EBITDA pro forma de 2005;

. comenta depois as perspectivas de crescimento do setor em nível internacional, destacando a presença dos ativos da Mittal Steel em regiões que a favoreceriam nesse cenário;

. passa, em seguida, a destacar as principais iniciativas de seu plano de negócios, afirmando que seriam destinadas a gerar uma importante elevação no EBITDA da companhia (que cita concretamente);

. depois, ainda em relação ao plano de negócios, cita o montante de investimentos que será demandado;

. passa, a seguir, a analisar a possível combinação entre Arcelor e Mittal Steel em comparação a outras possibilidades. Nesse contexto, destaca aspectos institucionais e de posicionamento de mercado que tornariam a Mittal Steel uma companhia melhor que outras do setor;

. ao chegar à parte em que detalhará porque sua proposta oferece mais valor aos acionistas da Arcelor (" The Mittal Steel proposal offers significant more value to Arcelor shareholders"), o primeiro item consiste em uma análise de múltiplos de avaliação (" Valuation Multiples"), no qual o único múltiplo citado é aquele baseado no EBITDA das companhias comparadas, e em que se apresenta um valor implícito da oferta da Mittal Steel pelas ações de Arcelor, o qual resultaria da aplicação dos referidos múltiplos ao EBITDA pro forma da Mittal Steel;

. ainda nessa parte acerca da proposição de valor, o documento segue analisando outros indicadores (enterprise value per tonnes, research target price, P/E), e termina, novamente, por fazer menção ao incremento no EBITDA que seria decorrente de sinergias e da implementação do plano de negócios da Mittal Steel.

*31. **Assim, considerando que o critério indicado na demonstração justificada do preço:***

i. é um critério usual,

ii. que há documentos que indicam que ele foi realmente utilizado pela Mittal Steel para formular sua proposta à Arcelor, e

iii. que essa proposta incluía os ativos no Brasil, inclusive a Arcelor Brasil, não há razão para considerar como não justificada a demonstração efetuada pela Mittal Steel.

(...)

*37. **Por fim, é preciso examinar se a metodologia baseada no EBITDA, para estabelecer a parcela de contribuição da Arcelor Brasil no valor da operação de alienação do controle da Arcelor, é capaz de assegurar o tratamento igualitário previsto no estatuto da Companhia.***

*38. **Tendo o negócio de aquisição do controle se dado no nível da controladora, a análise sobre a garantia de tratamento igualitário torna-se necessariamente mais difícil. Isso porque é bastante possível que não haja evidências documentais, nesse tipo de negócio, acerca do valor correspondente a cada ativo na operação de venda da companhia controladora.***

39. O preço oferecido aos acionistas vendedores detentores do controle indireto, como já dito, certamente é influenciado por inúmeros fatores na sua composição. Em última instância, e tendo como limitador natural o valor atribuído pelo comprador à companhia objeto da aquisição, o preço que estará disposto a pagar será dado inclusive por condições de mercado no momento da oferta. Mas condições de mercado vigentes para as ações da controladora, e que freqüentemente não serão sequer similares àquelas que afetam o mercado secundário das ações de controladas na mesma conjuntura.

40. Para admitir-se, como regra de ouro, que o preço que garantirá tratamento igualitário aos acionistas da companhia controlada, numa operação de transferência do controle indireto, será aquele baseado no prêmio pago em relação ao preço de mercado, deve-se pensar nas implicações dessa escolha em qualquer circunstância. Por exemplo, pode evidentemente ocorrer o caso em que a controladora esteja super-avaliada no mercado, o que faria resultar em um prêmio reduzido ou inexistente na oferta. Enquanto isso, por outro lado, poderia a controlada estar cotada no mercado secundário a preços que a sub-avaliassem em comparação às demais integrantes da carteira da controladora, resultando esse critério num preço aos seus acionistas desproporcional ao efetivo valor por ela representado.

*41. **Em operações de venda do controle indireto, e na ausência de documentos que demonstrem justificadamente a contribuição da controlada para o total do negócio, a proporção entre valores de mercado não pode ser considerado o único método capaz de assegurar tratamento igualitário. Diria até que estará mais apto a garantir um tratamento eqüitativo aos acionistas da controlada um critério que se baseie no valor econômico, nos fundamentos das companhias.***

*42. **Nesse sentido, parece não haver dúvida neste caso quanto à capacidade do método baseado no EBITDA de assegurar o tratamento equitativo referido no estatuto da Companhia, pois a utilização do mesmo critério para a companhia controlada e a companhia controladora assegura esse tratamento.***

(...)

Conclusão

*50. **Ante o exposto, voto no sentido de que o Colegiado da CVM dê parcial provimento ao recurso apresentado, para que:***

*a) **aceite a demonstração apresentada pela ofertante, baseada no EBITDA da controladora Arcelor e na contribuição proporcional da controlada Arcelor Brasil, para efeito de assegurar tratamento igualitário aos acionistas minoritários desta última**, devendo a ofertante, entretanto, proceder à realização dos ajustes apontados pela SRE no item 8 do MEMO/SRE/GER-1/N.º 66/2007, conforme consignado no corpo deste voto (item 42);*

(...)" (grifos nossos)

61. Com relação à decisão do Colegiado da CVM supra, cabe pontuar, primeiramente, que a aceitação da demonstração justificada apresentada pela ofertante naquele caso, mesmo que baseada na proporção dos EBITDA da Arcelor S.A. (cujo controle foi adquirido diretamente) e Arcelor Brasil S.A. (cujo controle foi adquirido indiretamente), parece ter sido acertada, uma vez que se tratavam de companhias que atuavam no mesmo setor (essencialmente mineração e produção de aço), além de ter sido utilizado o EBITDA projetado das duas companhias, o que, em nosso entendimento, incorpora uma visão de resultados prospectivos, que não poderia estar afastada da análise feita pelo adquirente do controle ao avaliar o preço a ser pago pelos ativos que estava adquirindo.

62. Dito isso, cabe ressaltar que a partir da referida decisão, foi possível extrair alguns norteadores importantes para a aplicação em situações similares, destacando-se os seguintes:

(i) *"**a CVM tem competência para analisar (e o dever de fazê-lo) se a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76**, correspondente à alienação do controle da companhia objeto, a que se refere o § 6º do art. 29 da Instrução 361/02, foi realmente feita de maneira justificada, isto é, se há elementos que comprovem que a parcela do preço relativa ao controle indiretamente alienado é aquela descrita no edital"*;

(ii) *"o preço a ser ofertado pelo adquirente do controle na oferta pública por alienação de controle **deve ter como referência** o valor pago ao vendedor no negócio de alienação"*;

(iii) *"como regra geral e em princípio (...) **a CVM não tem poderes que lhe permitam definir a metodologia** a ser usada na determinação desse preço, mesmo em alienações indiretas de controle"*;

(iv) *"**situação excepcional que pode lhe conferir esse poder é aquela em que não existam evidências que considere razoáveis sobre a forma de precificação de cada sociedade controlada na operação de aquisição do controle da controladora. Mais concretamente, sobre o valor atribuído às ações da controlada no negócio, visando a***

garantir tratamento igualitário aos acionistas dessa companhia"; e

(v) **desconsiderar documentos apresentados no curso do processo de registro da OPA que indicam o critério utilizado** pelas partes para fins da definição do preço praticado na alienação de controle **poderia fazer sentido**, **caso** tais *"documentos apresentados* ***indicassem a utilização de um método extraordinário, não usual, raramente usado para a fixação de preços relativos em negócios do tipo***".

63. A Decisão Recorrida foi tomada por esta área em estrita observância aos princípios norteadores acima expostos, tendo em vista que, apesar de o preço atribuído pela Ofertante à Companhia ter tido como referência o valor pago no negócio de alienação de sua controladora (R$ 25,00/ação de CPFL Energia), ao analisarmos a Demonstração Justificada de Preço, dentro de nossa competência, verificamos que a metodologia utilizada para determinar a parcela do referido preço que foi atribuída à CPFL Renováveis (proporção do EBITDA entre as Companhias) foi aplicada de forma inadequada e não usual, desconsiderando as substanciais diferenças entre as Companhias, o que tornou a utilização de tal metodologia, no presente caso, exótica e não usual, conforme detalharemos mais à frente, quando tratarmos do tópico "C. ADEQUAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO UTILIZADO PELA OFERTANTE E DA DEMONSTRAÇÃO JUSTIFICADA DE PREÇO" do Recurso.

64. Ainda no âmbito do precedente de Arcelor Brasil S.A., cabe mencionar que o então Presidente da CVM Marcelo Trindade elaborou voto com o intuito de fazer observações gerais sobre o tema tratado naquele caso, nos seguintes termos:

> *"1. Estou de pleno acordo com o voto da Relatora, mas gostaria de fazer as seguintes observações.*
>
> ***Preço da oferta em alienações indiretas de controle***
>
> *2. Em ofertas decorrentes de alienação indireta de controle, que existem no Brasil, como regra, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76 ("Lei das S.A."), e no caso concreto incide por força do estatuto da companhia, o ofertante, o intermediário, o mercado e a CVM se vêem obrigados a enfrentar a delicada questão da apuração da parcela do preço pago pelas ações da controladora que corresponde às ações da companhia cujo controle foi indiretamente alienado.*
>
> ***Demonstração justificada do preço***
>
> *3. Por conta disso, a Instrução CVM 361/02, em seu art. 29, § 6º, estabeleceu, em tais casos, a obrigação do ofertante de "submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto" (grifou-se).*
>
> ***Regra geral: prevalência do preço contratado***
>
> *4. Como regra geral, deve prevalecer o entendimento de que a demonstração a que se refere a Instrução será considerada justificada se estiver baseada em documento que revele o preço que tenha sido contratualmente estabelecido entre comprador e vendedor, como correspondente às ações da controlada indireta, o qual deve ser respeitado, adotando-se tal valor como preço da oferta pelas ações da companhia controlada indiretamente. Essa é a mesma regra geral que incide quanto ao preço da aquisição nos casos de alienação direta de controle, e não existe razão para não respeitar a vontade das partes na alienação indireta, como na direta se respeita.*
>
> ***Parcelas de preço ocultas***
>
> *5. Tanto em aquisições diretas quanto indiretas de controle essa regra geral pode, evidentemente, ser burlada por prática ilegal, ou fraudulenta, de elaboração e apresentação, pelas partes, de contrato de que conste um preço menor que o efetivo, visando a diminuir o valor da oferta subseqüente. Em se tratando de alienação indireta, o vendedor normalmente seria compensado pela alocação de parte maior do preço na parcela por ele detida na controladora. Também mecanismos outros, como, por exemplo, a assunção de dívidas do vendedor, podem ser utilizados para camuflar parcela do preço, tanto em ofertas por alienação indireta como direta.*
>
> ***Inclusão no preço, pela CVM, da parcela oculta comprovada***
>
> *6. Tais hipóteses, como todas as hipóteses de fraude, devem ser tratadas como exceção, e por meio próprio: havendo evidência documental do pagamento de parcela suplementar de preço, como ocorre na hipótese da assunção de dívida do vendedor pelo comprador, tal parcela oculta deve ser desde logo incluída no preço pela CVM, quando da análise do pedido de registro da oferta.*
>
> ***Registro da oferta nos demais casos, ressalvada a investigação posterior***
>
> *7. Caso, entretanto, existam apenas indícios de que o preço seja significativamente inferior ao que seria normal ou razoável, segundo os critérios normalmente utilizados e aplicáveis em negócios similares, o processo de registro da oferta deve seguir seu curso normal, aceitando-se o preço documentalmente comprovado, e em paralelo dando-se início a processo de investigação, que poderá redundar, uma vez comprovada a fraude, em processo administrativo sancionador, e nas conseqüentes ações civis de indenização pelos destinatários da oferta.*
>
> ***Atuação da CVM na ausência de menção à parcela do preço no contrato***
>
> *8. Pode ocorrer, contudo, que as partes não estabeleçam contratualmente esse valor, de forma explícita. Esse caminho da omissão certamente sujeitará o ofertante, o intermediário e os destinatários da oferta a significativo aumento das incertezas e riscos no processo de registro da oferta, pois a CVM deverá buscar evidências que lhe permitam considerar justificada a demonstração de preço proporcional, que tenha sido feita pelo ofertante para atender a Instrução 361/02.*
>
> ***Meios de obtenção da informação adequada, e responsabilidade administrativa por omissão dolosa***
>
> *9. Para tanto a CVM poderá obter depoimentos de vendedor e comprador, de intermediários, e utilizar-se de outros meios, sempre no curso do processo de registro da oferta, com evidente prejuízo para o interesse do mercado na rápida solução do processo. Se houver indícios de que essa omissão na contratação expressa, ou na justificação adequada posterior, se deu com o objetivo de retardar o registro da oferta, ou dificultar a atuação da CVM, certamente será instaurado processo de investigação o qual, uma vez confirmadas as suspeitas, poderá redundar em sanção aos envolvidos, inclusive os intermediários da oferta.*
>
> ***Ilegalidade de conduta passiva da CVM***
>
> *10. A alternativa a essa postura ativa da CVM seria a de que ela considerasse justificada qualquer demonstração do preço implicitamente ajustado pelas partes, feita pelo ofertante. A CVM aceitaria pura e simplesmente uma declaração unilateral posterior, do ofertante, quanto à parcela do preço da aquisição da controladora que, segundo ele, correspondera às ações da controlada, desacompanhada de prova. Essa alternativa teria a vantagem de afastar a incerteza sobre o processo, mas muito provavelmente seria considerada como violadora de algumas regras legais, como a do § 2º do art. 254 da Lei das S.A. (segundo a qual a CVM "autorizará a alienação do controle ... desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais") e as de alguns dos incisos do art. 4º da Lei 6.385/76, que estabelece a finalidade da atuação da CVM.*
>
> ***Norma expressa da Instrução 361 quanto aos deveres do ofertante e da CVM***
>
> *11. De toda maneira, essa discussão somente teria cabimento antes da edição da Instrução 361/02, ou em processo de sua revisão, pois os termos do § 6º de seu art. 29 deixam muito clara a conduta esperada do ofertante e, portanto, o dever da CVM de verificar se ela foi adotada. A Instrução, como dito, fala em demonstração justificada do preço que corresponda, na aquisição direta, à companhia indiretamente adquirida. Já seria bastante que a Instrução falasse em demonstração (e não, por exemplo, em declaração), para afastar-se qualquer dúvida quanto à necessidade de um documento capaz de convencer (demonstrar) que a parcela do preço correspondente à controlada é aquela afirmada pelo ofertante. Mas a Instrução fez mais, foi quase pleonástica, ao falar em demonstração justificada, exigindo que seja demonstrado à CVM, com justificativa aceitável — como é o contrato entre as partes, quando houver —, que o preço da aquisição indireta é o indicado pelo ofertante.*
>
> ***Aquisição originária de controle e oferta pública por aquisição indireta***
>
> *12. Mas a Instrução 361/02 não previu a ocorrência um caso como o discutido neste processo, qual seja, o de que a realização da oferta pode decorrer não de uma alienação de controle mas da sua aquisição por meio de uma oferta pública hostil. Essa hipótese, de oferta decorrente de aquisição, e não de alienação do controle, não está prevista na lei brasileira, como foi longamente exposto no voto do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, quando da decisão sobre a obrigação de realização da oferta de que aqui se trata. A aquisição originária do controle até então disperso entre milhares de acionistas não faz incidir a regra do art. 254-A. Tal oferta só ocorre, como no caso concreto, porque o estatuto da companhia controlada expressamente*

assim o estabelece.

Dificuldades para a demonstração da parcela do preço da aquisição indireta em aquisição originária de controle

13. Tratando-se de uma oferta de aquisição de controle até então disperso (ou, mais corretamente, inexistente, no nível dos acionistas), não há contrato de compra e venda entre o comprador e os milhares de vendedores, mas sim aceitação de uma oferta pública pelas ações da controladora. Não há, por isso, a princípio, lugar para a negociação da parcela do preço das ações da controladora que corresponda às ações da companhia controlada que será indiretamente adquirida. E isto até mesmo porque, como a obrigação de realizar a oferta é do comprador, a princípio os vendedores não têm sequer interesse nessa informação para tomar sua decisão de aceitar a oferta, pois o risco do pagamento do preço da oferta subseqüente, aos acionistas da companhia controlada, é do ofertante-comprador.

Importância adicional da informação sobre a parcela da aquisição indireta em certos casos de aquisição originária de controle

14. Em casos, contudo, como o ora analisado, em que a aquisição se dá total ou parcialmente com emissão de ações do comprador, em troca de ações da companhia vendida de propriedade do vendedor, ou em que a aquisição é sucedida por uma reorganização societária, com incorporação ou fusão de vendedor e comprador, os vendedores, ou destinatários da oferta de aquisição do controle, terão todo o interesse na informação sobre a quem caberá arcar com os ônus da oferta pela aquisição indireta, e portanto sobre qual é a parcela do preço correspondente à controlada. Tal parcela é que determinará o preço da oferta pela aquisição indireta a ser formulada aos acionistas da controlada, e, portanto, determinará o custo com o qual potencialmente os vendedores terão que arcar, se aceitarem a oferta e passarem a ser sócios da compradoraofertante.

Incentivo para a informação sobre a parcela da aquisição indireta em certos casos de aquisição originária de controle

15. Nesses casos, até mesmo para proteção contra futuras demandas dos acionistas vendedores, o comprador certamente fará constar do prospecto ou edital da oferta de compra a informação quanto à obrigação de realizar a oferta, ou ao risco de vir a ser obrigado a fazê-lo, se tiver dúvida quanto a isso — como ocorreu no caso concreto —, e quanto ao valor que poderá vir a ser obrigado a pagar. Nesses casos, portanto, também haverá um grande incentivo para o comprador deixar desde logo explícito, em sua oferta para aquisição do controle, o quanto de sua proposta corresponde à companhia aberta controlada, pois com o fornecimento dessa informação permitirá uma tomada de decisão adequada pelos vendedores, e se prevenirá de qualquer responsabilidade no futuro.

Omissão do prospecto da oferta originária, no caso concreto

16. No caso concreto, contudo, embora o risco quanto à obrigação de realizar a oferta estivesse explicitado, aquele incentivo não foi suficiente para que também a parcela do preço que correspondia à Arcelor Brasil, que balizaria a eventual oferta subseqüente, fosse desde logo explicitado no prospecto da oferta da Mittal pelas ações da Arcelor. No prospecto, afirmou-se o princípio de que o preço seria calculado como parte do preço total de aquisição que fosse justo atribuir à companhia brasileira, incluindo prêmio de controle ("part of the overall acquisition consideration, including premium that is fairly attributable to the Brazilian Companies").

Referência a determinação do preço por avaliador independente e à possibilidade de revisão judicial

17. No entanto, o mesmo prospecto asseverou que esse cálculo seria realizado por um avaliador independente a ser contratado pela ofertante, sujeito a revisão judicial por parte dos acionistas minoritários da companhia brasileira ("The determination of the price for Arcelor Brasil and Acesita will be made by an independent expert designated by the company and is subject to judicial review at the request of the minorities shareholders").

Equívoco das referências a preço justo e a revisão exclusivamente judicial

18. É verdade que essa menção exclusiva à possibilidade de revisão judicial (até porque antecedida de uma referência ao poder da CVM de determinar a realização da oferta), poderia induzir ao erro de se imaginar que a CVM não teria poderes de análise do preço que lhe fosse apresentado por meio da declaração justificada de que trata a Instrução 361/02 — que já vigorava há muito, e a ofertante não poderia desconhecer. Também parece infeliz a referência do prospecto a uma opinião especializada, que teria o condão de estabelecer um preço justo para a oferta — em possível confusão de uma oferta para cancelamento de registro, de que trata o art. 4º da Lei das S.A. Surpreende, ainda, que o prospecto sempre se referisse à possibilidade de realizar a oferta como decorrente exclusivamente da lei, não alertando para a cláusula expressa do estatuto da Arcelor Brasil, e suas nuances em relação à lei. Mas também é verdade que o prospecto alertava para a possibilidade de o preço da oferta ser maior do que o esperado ("which may be higher than expected ").

Inexistência de precedentes similares e conduta da ofertante

19. Contudo, do ponto de vista do que interessa a este processo, e às condutas posteriores da CVM quanto às partes envolvidas, antes de atribuir a falta de precisão do prospecto a uma intenção de burla das regras da CVM, ou de dificultar seu trabalho, parece mais razoável considerar que ele foi elaborado em um cenário de completa inexistência de precedente de aplicação da Instrução 361/02 (e mesmo do revogado art. 254 da Lei 6.404/76) a casos em que a obrigação de realizar a oferta decorra de uma aquisição indireta realizada através de oferta pública aos acionistas dispersos da controladora.

20. Em outras palavras: é perfeitamente crível que a ofertante não soubesse que a demonstração justificada do preço da oferta brasileira eventual, exigida pela Instrução 361/02, ficaria muitíssimo facilitada se houvesse uma declaração prévia, na oferta de aquisição do controle, quanto à parcela do preço que se referia à companhia controlada brasileira. E, portanto, é perfeitamente crível — embora não necessariamente verdadeiro — que essa informação não tenha sido prestada simplesmente porque não se imaginou que ela seria necessária.

A demonstração do preço efetuada no caso concreto

21. Após discutir administrativamente a obrigação de realizar a oferta, a ofertante, ao longo do processo de registro da oferta, apresentou alguns documentos para tentar realizar a demonstração justificada de que a parcela do preço que pagou pelas ações da controladora, correspondente às ações da controlada brasileira por ela detidas, fora calculada, quando da realização da oferta, utilizando-se múltiplos de EBITDA. Ou, para ser mais fiel, a ofertante, embora sustentando que não fez esse cálculo apartado do quanto valeria a controlada brasileira, buscou demonstrar qual seria o preço implícito da controlada brasileira aplicando-se o mesmo método de múltiplos de EBITDA que teria utilizado para a realização da oferta pelas ações da controladora.

Decisão da SRE

22. A SRE, ao final da análise, entendeu que a demonstração de que o preço da oferta pela controladora baseara-se no método de múltiplos de EBITDA não fora feita de maneira justificada. Por isso, entendeu que o preço da oferta deveria ser calculado pela comparação dos preços de mercado da companhia controladora e da controlada, ambas negociadas com grande liquidez em mercados regulados. Segundo a SRE, a proporção entre tais preços de mercado é que deveria, à falta de demonstração justificada, e diante da obrigação legal de realização da oferta, balizar a fixação do preço.

Manutenção da decisão pela SRE

23. Agora, na análise do recurso interposto pela ofertante, a SRE parece mais tendente a entender que a comparação de preços de mercado será sempre o melhor caminho, ou mesmo o caminho correto, para a fixação do preço da oferta.

Dever de atuação da CVM em casos em que não há contrato ou prévia indicação da parcela do preço

24. Pelas razões antes expostas, não parece haver dúvida de que a CVM tem o dever de se manifestar sobre o preço da oferta, se ele não for adequadamente justificado, pois do contrário a obrigação legal ou estatutária de realizar e registrar a oferta se tornaria letra morta. Não é possível que a CVM registre uma oferta sem preço, ou com preço não adequadamente justificado, em violação à Instrução 361/02.

Limites à atuação da CVM, em casos em que não há contrato ou prévia indicação da parcela do preço

25. Entretanto, coisa bastante diferente, e não amparada pela lei, seria a CVM adentrar no mérito do preço, discutindo sua justiça, adequação ou equidade. Mesmo quando exista referência estatutária a tratamento igualitário, ou eqüitativo (como é o caso concreto, e antes estava expressamente na lei), a CVM deve se limitar a uma análise formal quanto à demonstração justificada do cálculo do preço, salvo, insista-se, quando tiver elementos que desde logo revelem — isto é, demonstrem, comprovem — que além do preço declarado existe outro, que se quis, mas não se conseguiu, ocultar.

Comparação com a atuação da CVM em casos de cancelamento de registro

26. Frise-se que assim é mesmo nos casos de ofertas para cancelamento de registro, em que a lei expressamente fala em preço justo, e a CVM, através da Instrução 361/02, determinou que essa declaração de justiça fosse feita por avaliador independente. Isto é: mesmo quando a lei fala em preço justo, o que não é o caso das ofertas de alienação controle, a CVM não examina nem muito menos declara a justiça do preço, mas apenas verifica se as formalidades e a justificação necessárias foram cumpridas. Assim, por exemplo, a CVM examina o laudo de avaliação do ponto de vista de seu conteúdo formal; exige a divulgação de laudo de valor econômico (aliás, normalmente considerado o mais "justo", e freqüentemente calculado com base em múltiplos de EBITDA); verifica se a declaração de que um critério é justo contém as razões pelas quais outros critérios não o seriam.

Balizas para a atuação da CVM em casos futuros

27. Portanto, estando inteiramente de acordo com o voto da Diretora Relatora quanto ao caso concreto, julguei necessário deixar resumidas algumas balizas que decorrem daquele voto, a fim de nortearem os agentes de mercado e a CVM em casos futuros:

i. também em casos em que exista obrigação de realizar oferta por aquisição indireta de controle, e não por alienação, aplica-se o dever de demonstração justificada do preço de que trata o § 6º do art. 29 da Instrução 361/02, cabendo à CVM verificar se a demonstração foi feita de maneira adequada;

ii. ***a justificação do preço pode ser feita, em quaisquer casos, por instrumentos contratuais, se houver, ou outros documentos que comprovem com razoabilidade a parcela do preço correspondente à companhia controlada, como o prospecto ou o edital da oferta, devendo o preço resultante de tais documentos ser aceito pela CVM, salvo prova definitiva da existência de uma parcela adicional de preço não indicada, caso em que a oferta somente será registrada se tal parcela for desde logo acrescida ao preço****;*

iii. ***se a CVM entender que existem indícios de que o preço informado nos documentos não é o verdadeiro, não poderá negar registro à oferta, devendo iniciar investigação em paralelo e, ficando comprovada a fraude, formular acusação, inclusive frente ao intermediário, sem prejuízo da indenização a ser postulada pelos destinatários da oferta;***

iv. ***na ausência de instrumentos contratuais ou outros documentos que comprovem a parcela do preço correspondente à companhia controlada, o ofertante poderá justificar o preço por ele indicado por outros meios, cabendo à CVM examinar tais justificativas, e obter outros elementos que lhe permitam chegar a uma conclusão quanto a ter sido feita a adequada demonstração do preço****; e*

v. se os elementos apresentados pelo ofertante e colhidos pela CVM forem insuficientes, e as ações da companhia controlada e da companhia controladora tiverem liquidez em mercados regulados, o critério de comparação dos preços de mercado das ações de ambas as companhias antes do lançamento da oferta, ou do anúncio negócio de aquisição, deve ser considerado um critério justificado para a demonstração do preço, e pode ser adotado pela CVM." (grifos nossos)

65. Por meio do voto supra, o qual é exaustivamente utilizado pela Recorrente em suas alegações, e que, cabe enfatizar, não foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado, o então Presidente da CVM entendeu que em quaisquer casos como o ora em análise, havendo previsão contratual do valor atribuído à companhia alienada indiretamente, a CVM deverá aceitar esse valor como preço da alienação, inclusive para fins da demonstração justificada de que trata o § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, salvo prova definitiva da existência de parcela adicional de preço não indicada, destacando ainda que se houver indícios de que o referido preço não é verdadeiro, a CVM não poderá negar o registro da oferta, devendo iniciar investigação paralela e eventualmente formular acusação.

66. Como se percebe, tal entendimento não foi seguido por esta área técnica na análise do presente caso, uma vez que ele vai muito além dos norteadores estabelecidos pelo Colegiado da CVM na decisão do caso de Arcelor Brasil S.A., nos termos da Ata daquela decisão e do voto da Diretora Relatora Maria Helena Santana, que foi unanimamente acompanhado pelos demais membros do Colegiado, conforme expusemos anteriormente, Ademais, como será visto na sequência, na análise do precedente da OPA por alienação de controle indireta de companhias do Grupo Ipiranga, o entendimento em questão acabou sendo mitigado (vide itens 2.6 a 2.8 do voto do Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto).

67. Como vimos, tais norteadores estabeleceram que a CVM tem o dever de certificar que a demonstração justificada de preço elaborada nos termos do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361 *"foi realmente feita de maneira justificada, isto é, se há elementos que comprovem que a parcela do preço relativa ao controle indiretamente alienado é aquela descrita no edital"*, **podendo inclusive desconsiderar documentos apresentados no curso do processo de registro da OPA que indicam o critério utilizado pelas partes para fins da definição do preço praticado na alienação de controle, caso tais documentos indquem** ***"a utilização de um método extraordinário, não usual, raramente usado para a fixação de preços relativos em negócios do tipo"***.

68. Portanto, em que pese o caráter excepcional dessa possibilidade, que, como demonstraremos, ocorreu no presente caso, a Decisão do Colegiado da CVM no caso em comento não foi ao ponto de restringir que esta Autarquia só possa negar o registro da oferta nos casos em que haja "*prova definitiva da existência de uma parcela adicional de preço não indicada"* , conforme pontuou o então Presidente Marcelo Trindade.

69. Cabe mencionar ainda que, cerca de 3 anos após a decisão do Colegiado da CVM em comento, a Instrução CVM 361 passou por revisão, com a edição da Instrução CVM nº 487/10, tendo sido, no que tange às OPA por alienação de controle:

(i) excluída a necessidade de elaboração de laudo de avaliação, *"dado que a OPA por alienação de controle não precisa ser realizada por preço justo, mas sim por um percentual do preço pago ao controlador, que pode ser verificado no contrato de compra e venda de ações", sendo que, "nesses casos, naturalmente, o benefício trazido pelo laudo é menor, a ponto de não justificar o custo de sua elaboração"*, conforme constou do Relatório de Audiência Pública da referida norma;

(ii) mantida a necessidade irrestrita de apresentação da demonstração justificada da forma de cálculo do preço, nos casos de OPA por alienação de controle indireta, nos termos do inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361; e

(iii) incluída a possibilidade de a CVM solicitar a apresentação de laudo de avaliação nos casos de OPA por alienação de controle indireta, nos termos do inciso II do supramencionado dispositivo normativo.

70. Tivesse o Colegiado da CVM, ao discutir as alterações necessárias a serem realizadas na Instrução CVM 361, considerado como entendimento desta Autarquia as conclusões do voto em questão do então Presidente Marcelo Trindade, seria plausível que tivesse decidido por deixar expresso na referida norma que, havendo instrumento contratual firmado entre as partes que revele o preço atribuído à companhia alienada indiretamente, tal preço *"deve ser aceito pela CVM, salvo prova definitiva da existência de uma parcela adicional de preço não indicada"*, devendo o referido instrumento ainda ser aceito como demonstração justificada da forma de cálculo do preço.

71. O referido voto do então Presidente Marcelo Trindade ainda pontuou que, *"se a CVM entender que existem indícios de que o preço informado nos documentos não é o verdadeiro, não poderá negar registro à oferta, devendo iniciar investigação em paralelo e, ficando comprovada a fraude, formular acusação, inclusive frente ao intermediário, sem prejuízo da indenização a ser postulada pelos destinatários da oferta"*.

72. Sobre esse ponto, cabe mencionar que seria muito difícil identificar, nos casos como o ora em análise, a existência de preço não verdadeiro ou de fraude, uma vez que a negociação entre as partes se dá no âmbito da companhia diretamente alienada, de modo que, ainda que ocorresse uma divergência entre comprador e vendedor a respeito do valor percebido em um dos ativos pertencentes à referida companhia, tal fato não seria impeditivo ao fechamento do negócio, desde que o valor global da operação (envolvendo todos os ativos da companhia diretamente alienada) fosse aceito por ambas as partes.

73. Tal visão só reforça a importancia da demonstração justificada da forma de cálculo do preço prevista para as alienações de controle indiretas, nos termos do inciso I do § 6º da Instrução CVM 361, devendo esse documento apresentar de maneira razoável que o preço atribuído à companhia alienada indiretamente garante o tratamento previsto na regulamentação aplicável.

74. Feitas essas considerações, passemos à análise do caso que envolveu as OPA por alienação de controle indireta de companhias do Grupo Ipiranga (decisão datada de 04/10/2007 - Processo CVM nº RJ-2007-11573).

75. Primeiramente, cabe mencionar que, no âmbito do caso em questão, a discussão que se deu foi mais direcionada a aspectos técnicos de laudos de avaliação elaborados em meio à complexa operação societária anunciada em 19/03/2007 por Petrobras, Braskem e Ultrapar, que envolveu, dentre suas etapas, a alienação indireta de algumas companhias do Grupo Ipiranga.

76. Naquele momento, a elaboração de laudo de avaliação em OPA por alienação de controle ainda era algo exigido pela Instrução CVM 361, sendo que os laudos elaborados no caso em comento acabaram servindo de base para a demonstração justificada dos preços atribuídos às companhias indiretamente alienadas nas OPA que eram ali devidas.

77. Dito isso, transcrevemos abaixo o inteiro teor da Ata daquela decisão do Colegiado da CVM:

*"**RECURSO CONTRA DECISÃO DA SRE - REGISTRO DE OPA POR ALIENAÇÃO INDIRETA DE CONTROLE – COMPANHIA BRASILEIRA DE PETRÓLEO IPIRANGA - PROC. RJ2007/11573***

Reg. nº 5612/07

Trata-se de recurso interposto por acionistas titulares de ações preferenciais da Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. ("RPI"), Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. ("DPPI") e Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga ("CBPI") contra entendimento manifestado pela Superintendência de Registros no MEMO/SRE/GER-1/N° 291/207, em especial no que se refere ao laudo de avaliação das companhias. Os Recorrentes solicitam que a CVM:

i. com relação às OPA de RPI e DPPI, determine a revisão do laudo de forma que seja incluído valor revisado de CBPI ou, alternativamente, que seja informado que não houve por parte da CVM revisão de tal ponto;

ii. com relação à OPA de CBPI, determine que o avaliador corrija erros técnicos constantes do laudo, alegados no recurso e, em seguida, determine a revisão do laudo de forma a que conste a correta referência de valor aplicável às companhias, ou, alternativamente, que seja incluída menção expressa ao fato de que tais questões não foram revisadas pela CVM; e

iii. com relação a todas as OPA, que seja retirada do laudo menção à avaliação de Ultrapar ou, alternativamente, que seja inserida declaração no sentido de que o registro da OPA não representa qualquer entendimento da CVM relacionado ao resultado da avaliação de Ultrapar.

A SRE manifestou-se sobre o recurso através do MEMO/SRE/GER-1/Nº 303/2007, posteriormente complementado pelo MEMO/SRE/GER-1/Nº 308/2007, elaborado para contemplar análise de esclarecimentos enviados pelo avaliador.

Em tais memorandos a SRE mantém seu entendimento, objeto do recurso, sob o fundamento de que (i) os Recorrentes não seriam partes legítimas para interpor recurso, uma vez que não são detentores de ações objeto das OPA; e (ii) em relação à avaliação da rede AM/PM e CBPI, os aspectos apontados pelos Recorrentes não corresponderiam a erros técnicos propriamente, dada a ausência de critério objetivo para sua caracterização.

Contudo, a SRE entendeu conveniente que seja determinado, além de ajustes finais em documentos que instruem a OPA (não relacionados ao presente recurso), elencados no MEMO/SRE/GER-1/Nº 308/2007, a inclusão, (i) no edital da OPA, de informação de que o laudo de avaliação da Ultrapar não foi objeto de análise por parte da CVM; e (ii) no laudo de avaliação, dos esclarecimentos prestados pelo avaliador para justificar a precificação da AM/PM, bem como dos gráficos e seus esclarecimentos, conforme manifestação por ele apresentada.

*O Diretor Marcos Barbosa Pinto apresentou voto e, **após analisar as diferentes funções entre os laudos elaborados para fins de OPA** e daqueles elaborados para fins de incorporação, a ilegitimidade dos Recorrentes em requerer alterações no laudo a ser utilizado na OPA e o nível de informações atingido para fins da OPA em análise, conclui pelo não provimento do recurso. O Diretor entendeu ainda que (i) devesse constar do edital da OPA a informação de que, para fins de registro da oferta, a análise da CVM não cobriu a avaliação de Ultrapar; (ii) o laudo de avaliação seja complementado pelos esclarecimentos prestados para justificar a avaliação em relação à rede AM/PM e CBPI. **Os demais membros do Colegiado acompanharam referido voto.**"* (grifos nossos)

78. A despeito de o mérito do referido caso não ter conexão direta com aquilo que se discute no presente caso, o Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, ao analisar em seu voto as diferentes funções dos laudos de avaliação para fins de OPA, teceu comentários muito significativos para o presente caso, os quais transcrevemos abaixo:

"(...)

2. Funções dos Laudos

2.1 O presente recurso exige que se discorra, ainda que brevemente, a respeito das funções dos laudos de avaliação, seja nas ofertas públicas previstas no art. 254-A da Lei n° 6.404/7, seja nas incorporações, em especial as incorporações sujeitas ao art. 264 da mesma lei.

*2.2 **Nas ofertas públicas do art. 254-A, o laudo de avaliação tem, em princípio, uma função meramente informativa. Nestas ofertas, o preço de compra é determinado por lei, a saber, 80% do valor pago aos controladores. A função do laudo, nesse contexto, é apenas fornecer elementos adicionais para que os acionistas possam decidir se vendem ou não sua participação.**(1)*

*2.3 **Digo "em princípio" porque o laudo de avaliação tem uma função adicional nas alienações indiretas de controle, como bem ressaltou a SRE no MEMO/SRE/GER-1/N° 291/207. Nas operações em que o controle de companhia aberta é alienado indiretamente, o laudo também pode auxiliar a CVM a determinar se o preço da oferta obedece ao disposto no art. 254-A.***

*2.4 **Nas ofertas por alienação direta, a determinação do preço é relativamente fácil. Na maioria dos casos, basta obter cópia do contrato de compra e venda celebrado entre o adquirente e o alienante, calcular o preço pago ao alienante por ação que integra o bloco de controle e aplicar o percentual de 80% previsto na lei. Tem-se assim o preço da oferta.***

*2.5 **Nas alienações indiretas, a situação é mais difícil. Muitas vezes, a companhia aberta não é o único ativo da sociedade cujo controle direto foi alienado. Quando isso ocorre, torna-se necessário determinar qual parcela do preço corresponde à companhia aberta para, só então, aplicar o percentual de 80%. Normalmente, essa tarefa envolve um trabalho complexo, em que vários elementos devem ser levados em consideração.***

*2.6 **É claro que, como ressaltou o ex-presidente da CVM Marcelo Trindade em seu voto no Proc. RJ 2007/1996, julgado em 21 de março de 2007, a área técnica da CVM deve dar sempre a devida atenção para o disposto no contrato de compra e venda das ações do controlador, que pode eventualmente discriminar o valor de cada ativo alienado por via indireta.***

*2.7 **Todavia, não é sempre que o contrato discrimina esses valores e, mesmo quando o faz, não lhe podemos conferir importância nem credibilidade excessivas. Em muitos casos, os valores que constam do contrato não são objeto de uma real negociação entre o adquirente e o alienante, já que, para este último, a distribuição do preço entre os ativos indiretamente alienados pode ter pouca ou nenhuma relevância.***

*2.8 **Em tais situações, o laudo de avaliação e também outras proxies, como o valor de mercado da companhia, podem ser utilizados com meios auxiliares na determinação do preço devido na oferta, ao lado dos instrumentos contratuais e outros documentos relativos à negociação havida entre o adquirente e o alienante do controle.***

2.9 Já nas incorporações, em especial aquelas que envolvem companhias controladas, as funções dos laudos de avaliação são bem outras e, talvez, mais importantes. Nas incorporações, o laudo de avaliação pode ser utilizado, como parece ser o caso da incorporação que a Ultrapar pretende realizar, como parâmetro para balizar a relação de troca das ações da incorporadora e da incorporada.(2)

2.10 Além disso, o art. 264 da Lei nº 6.404/76 prevê um laudo obrigatório, no qual se deve apurar o valor do patrimônio líquido das sociedades envolvidas a preços de mercado. Embora também tenha um aspecto informacional, como bem ressaltam nossos precedentes,(3) esse laudo estabelece, na prática, um limite mínimo para o valor do reembolso, nas hipóteses em que o direito de recesso é cabível.

2.11 Lembre-se que as incorporações, sobretudo as incorporações envolvendo controladas, são negócios compulsórios para os acionistas minoritários dissidentes. Nessas operações, os minoritários não têm, como nas ofertas públicas, a opção de permanecer na situação em que se encontram: ou eles migram na relação de troca definida, ou exercem o direito de recesso, quando este for cabível.

2.12 Seja na hipótese de migração, seja na hipótese de recesso, os laudos são importantíssimos. Conforme o caso, eles podem fundamentar a relação de troca definida ou determinar o valor mínimo do reembolso. Portanto, os laudos de incorporação têm uma função bastante diferente dos laudos exigidos por ocasião de uma oferta pública do art. 254-A.

2.13 Na minha opinião, estas observações são essenciais não só para que possamos avaliar os pedidos feitos pelos Investidores, mas também para determinar se eles têm legitimidade para recorrer da decisão da SRE. No caso em exame, como é freqüente, as duas questões praticamente se confundem." (grifos nossos)

79. Como se vê, nos termos do voto supra, o laudo de avaliação em OPA por alienação direta de controle teria uma função meramente informativa, em linha com a exclusão da obrigatoriedade de sua apresentação que ocorreu posteriormente, conforme já comentamos.

80. Já no que se refere às OPA por alienação de controle indireta, o laudo de avaliação teria a função de *"auxiliar a CVM a determinar se o preço da oferta obedece ao disposto no art. 254-A"*, muito em linha com a alteração que foi promovida na Instrução CVM 361 para tais casos, onde inseriu-se a possibilidade de a CVM solicitar a elaboração do referido documento caso julgue pertinente.

81. Não obstante, ressalta-se que tal documento teria apenas o condão de auxiliar a CVM a realizar *"testes de consistência do demonstrativo de preço"*, conforme se verifica do Edital de Audiência Pública nº 02/10, que deu origem à Instrução CVM nº 487/10 (modificadora da Instrução CVM 361), não vinculando as conclusões desta Autarquia sobre a demonstração justificada da forma de cálculo do preço que atende ao art. 254-A da LSA, conforme preceitua o inciso I do § 6º da Instrução CVM 361, em linha com as decisões tomadas por esta área técnica no presente caso, onde, após concluir que o laudo de avaliação das Companhias se utilizou de premissas que não consideramos razoáveis, o referido documento foi descartado para fins do mencionado teste de consistência.

82. Por fim, com relação ao caso ora em comento, cabe destacar entendimento do Diretor Relator Marcos Barbosa Pinta de que a área técnica da CVM ***"deve dar sempre a devida atenção para o disposto no contrato de compra e venda das ações do controlador, que pode eventualmente discriminar o valor de cada ativo alienado por via indireta"***, porém, enfatizando que ***"não é sempre que o contrato discrimina esses valores e, mesmo quando o faz, não lhe podemos conferir importância nem credibilidade excessivas"***, uma vez que, ***"em muitos casos, os valores que constam do contrato não são objeto de uma real negociação entre o adquirente e o alienante, já que, para este último, a distribuição do preço entre os ativos indiretamente alienados pode ter pouca ou nenhuma relevância."***

83. Tal entendimento apenas fortalece o papel da CVM na análise do documento encaminhado como demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da LSA, em casos de alienação de controle indiretas, onde a razoabilidade do cálculo apresentado deve sim ser comprovada, independentemente de o preço atribuído à companhia indiretamente alienada constar do contrato de compra e venda firmado entre as partes.

84. Ratifica o entendimento acima exposto a decisão do Colegiado da CVM de 04/03/2008, no âmbito da OPA por alienação de controle indireta de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A. (Processo CVM nº RJ-2008-252), cuja Ata transcrevemos abaixo:

> *"**RECURSO CONTRA DECISÃO DA SRE - REGISTRO DE OPA POR ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS DO BRASIL S.A. - PROC. RJ2008/0252***
>
> *Reg. nº 5829/08*
> *Relator: DDS (PEDIDO DE VISTA PTE)*
>
> *Trata-se de recurso interposto pela National Titanium Dioxide Company Ltd. contra decisão da Superintendência de Registro - SRE de indeferimento do pedido de registro de OPA por alienação indireta do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A.*
>
> ***A decisão de indeferimento decorreu da ausência de evidências que permitissem considerar justificada a demonstração de preço apresentada pela Recorrente, em atendimento ao disposto no § 6º do art. 29 da Instrução 361/02. Em conseqüência, foi comunicada, também, a não autorização da alienação do controle da companhia aberta em tela, nos termos do § 2º do art. 254-A da Lei 6.404/76.***
>
> *A Ofertante alegou que a área técnica extrapolou seu poder regulamentar e fiscalizatório ao indeferir o pedido de registro da operação, considerando que a Lei 6.404/76 e a Instrução 361/02 não contêm, expressamente, comandos que façam referência direta à necessidade de justificação e apresentação de evidências dos critérios para definição do preço da OPA por alienação indireta do controle de companhias abertas. O Recorrente citou, ainda, precedentes analisados pela CVM para sugerir que a CVM não poderia negar o registro de OPA no presente caso.*
>
> *A SRE ressaltou que a CVM tem o dever legal de agir no sentido de buscar assegurar o fiel cumprimento dos direitos de natureza geral ou especial dos acionistas minoritários, tal como previstos na Lei 6404/76, na Lei 6385/76 e na regulamentação aplicável. No caso de OPA por alienação indireta de controle, por força de disposição expressa no art. 29, §6º da Instrução 361/02, é necessária a apresentação de demonstração justificada do cálculo do preço oferecido. Assim, para fins de validação do efetivo cumprimento legal do constante do art. 254-A, cabe à CVM verificar se a demonstração de preço foi realmente elaborada de maneira justificada. Tendo em vista que, no caso, os documentos apresentados não se prestam a demonstrar de forma justificada o preço oferecido, não restou alternativa senão indeferir o registro de OPA por alienação indireta de controle.*
>
> ***Após analisar os argumentos da Recorrente e, ainda, as considerações da área técnica, o Colegiado deliberou acompanhar o voto apresentado pelo Relator Durval Soledade, no sentido de negar o pedido de recurso e manter o indeferimento do registro da oferta pública de aquisição de ações por alienação indireta do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A. A Presidente Maria Helena Santana apresentou voto para esclarecer algumas questões ao Recorrente.****"* (grifos nossos)

85. Transcrevemos abaixo o voto do Diretor Relator do caso, Durval Soledade, o qual foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado da CVM:

> *"1. Trata-se de recurso interposto pela National Titanium Dioxide Company Ltd. ("Recorrente"), contra o indeferimento pela Superintendência de Registro ("SRE"), do registro de OPA por alienação indireta do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A., com adoção de procedimento diferenciado.*
>
> *Dos Fatos:*
>
> *2. Em 23 de fevereiro de 2007, a Recorrente celebrou Contrato de Compra e Venda com subsidiárias da Lyondell Chemical Company, para a aquisição de diversos ativos. Nesta operação, estava incluído o controle indireto da Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A.*
>
> *3. Em 16 de maio de 2007, a Recorrente e a Millenium divulgaram e comunicaram à CVM, à Bovespa e ao mercado novo fato relevante, informando que, em 15 de maio de 2007, havia sido concluída a operação de aquisição pela Recorrente dos negócios de dióxido de titânio da Lyondell. Como conseqüência, a Recorrente tornou-se acionista controladora indireta da Millenium, por meio da aquisição do controle direto da Millenium Inorganic Chemicals.*
>
> *4. Em 14 de junho de 2007, a Recorrente apresentou à SRE um pedido de registro de OPA por procedimento diferenciado, solicitando: (i) dispensa de contratação de instituição intermediária; (ii) dispensa de elaboração de publicação de Edital de Oferta Pública; e (iii) dispensa de realização de leilão em bolsa de valores.*
>
> *5. A Recorrente ainda reconsiderou o pedido de dispensa da apresentação do laudo de avaliação efetuado quando do protocolo do pedido de registro da OPA ao encaminhar, em 11/12/2007, versões física e eletrônica do referido documento, elaborado pela Ernst & Young.*
>
> *6. A OPA era destinada aos acionistas detentores de 7.942.076 ações ordinárias, representantes de 0,98% do capital com direito a voto e 0,34% do capital social da companhia. Os acionistas que aderissem à OPA receberiam, à vista, R$ 87,20 por lote de mil ações, totalizando, caso fossem alienadas todas as ações-objeto, o montante mínimo de R$ 692.549,03.*
>
> *7. Segundo a Recorrente, o preço total pago para aquisição dos negócios mundiais de química inorgânica da Lyondell Chemical Company, antiga controladora de Millenium, foi de US$ 1,3 bilhões, incluindo a aquisição de capital de giro e assunção de certos passivos que, após a dedução dos encargos tributários, totalizariam, aproximadamente, US$ 1,05 bilhão.*
>
> *8. Em 13 de julho de 2007, a SRE apresentou, por meio do Ofício CVM/SRE/GER-1/Nº 1284/2007, exigências relacionadas, dentre outros assuntos, à necessidade do envio da demonstração justificada do preço prevista no § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361/02, inserindo memorial descritivo acerca da evolução de cada passo do cálculo de seu valor. (1)*
>
> *9. Em resposta, protocolada em 31/08/2007, a Recorrente apresentou a demonstração de preço requerida, ressaltando, ainda, que o preço correspondente à aquisição indireta das ações da Millenium baseou-se em avaliação resultante da combinação de duas metodologias publicamente reconhecidas, quais sejam: a avaliação realizada com base na cotação de mercado das ações de emissão da companhia e o critério de avaliação por múltiplos de negociação de suas ações.*
>
> *10. No tocante à "Demonstração Justificada de Preço", a SRE reiterou exigências por meio do Ofício CVM/SRE/GER-1/Nº 1800/2007, nos seguintes termos: "aprimorar o atendimento à exigência 2, apresentando, de maneira didática, cálculo que esclareça sobre os critérios e parâmetros adotados na definição de cada valor constante da demonstração (...). Ainda, observar que a demonstração deverá partir do preço total da operação, discriminando o valor atribuído a cada ativo alienado, a partir dos valores de"Ações MIC", "Ações MWH II" e "Participação MWH", bem como esclarecendo os mecanismos de alocação e cronograma do pagamento da parcela variável do preço da alienação e seus reflexos no cálculo do valor da alienação do controle da Companhia, se for o caso. Ademais, esclarecer se há documentos comprobatórios da adoção dos referidos critérios e parâmetros (...)."*
>
> *11. Convém ressaltar que o valor proposto para a OPA, de R$ 87,20 por lote de mil ações, representava somente 47% do valor patrimonial das ações da companhia à época. Não obstante as exigências formuladas pela GER-1, a Recorrente não justificou de maneira consistente a razão pela qual o critério do valor patrimonial não se aplicaria ao caso concreto da Millenium.*

12. Em relação ao critério de cotação em bolsa, foi solicitado à Recorrente que esclarecesse como esse critério havia sido adotado como referência na proposta de alienação, haja vista não haver histórico de negociações das ações ordinárias de emissão da companhia. A Recorrente afirmou que, embora as ações ordinárias de emissão da Millenium não tenham um histórico de negociação em razão da sua falta de liquidez, as ações preferenciais A e B estão listadas e são negociadas de forma consistente.

13. Tendo em vista os esclarecimentos efetuados, foi solicitado à Recorrente que discorresse acerca da aparente inconsistência em se adotar como parâmetro para a definição do valor das ações ordinárias de emissão da companhia a média da cotação de suas ações preferenciais, tendo em vista que, nas ações ordinárias encontra-se embutido o sobrepreço pago pelo controle da companhia. A Recorrente esquivou-se da questão teórica colocada, repetindo as alegações anteriormente apresentadas.

14. Acerca da comprovação dos critérios utilizados na definição do preço da alienação, a Recorrente apresentou mensagens eletrônicas trocadas anteriormente à celebração do contrato de compra e venda que ensejou a realização da OPA em tela, assim como planilha contendo informações acerca de critérios e parâmetros utilizados à época da formulação da proposta de aquisição de ações da antiga controladora da companhia. A planilha apresentada tratava da estimativa de eventual despesa decorrente da futura realização da oferta pública no Brasil, não se podendo concluir, sem qualquer meio de prova adicional, que tais informações comprovariam as afirmações da Recorrente acerca dos critérios utilizados na alienação de controle ocorrida.

15. Diante da dificuldade da área técnica em cumprir seu mandato legal, buscando afastar, dessa forma, quaisquer indícios de fraude ou omissão, a SRE entrou em contato com o Sr. Luis Fernando Nakandakari, advogado do escritório Tozzini Freire Advogados, que presta serviços de assessoria jurídica à Recorrente, em 13/12/2007. O Sr. Nakandakari esclareceu que a alienação de controle realizada se deu por meio de uma "bidding offer", espécie de leilão entre potenciais compradores. Ainda informou que o preço proposto pela Recorrente, na compra dos ativos de química inorgânica da Lyondell, não se fundamentou em critério específico e que o Banco HSBC, advisor da Recorrente, baseou-se em mais de 100 fatores para validar a coerência e a competitividade do preço então proposto.

16. Por meio do Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº 2429/2007, foi indeferido o pedido de registro de OPA por alienação indireta do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A., com adoção de procedimento diferenciado, nos seguintes termos: "(...) face a inexistência de documentos comprobatórios suficientes para justificar os critérios adotados na definição do preço da alienação indireta do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A. e à ausência de evidências que permitissem considerar justificada a demonstração de preço apresentada pela Recorrente, o referido pedido de registro foi indeferido, não tendo sido cumprido o disposto no art. 254-A da Lei n.º 6.404/76 (2) e § 6º do art. 29 da Instrução CVM n.º 361/02."

17. Por meio do Ofício/CVM/SER/GER-1/Nº 2428/2007 foi indeferido o referido pedido, nos termos do § 4º do art. 9º da Instrução CVM 361/02 (3) , tendo em vista a ausência de evidências que permitissem considerar justificada a demonstração de preço apresentada pela Recorrente, em atendimento ao disposto no § 6º do art. 29 do aludido normativo. Em conseqüência, foi comunicado, também, a não autorização da alienação do controle da companhia aberta em tela, nos termos do § 2º do art. 254-A da Lei 6.404/76.

Das Alegações da Recorrente:

18. A Recorrente acredita que, em processos de aquisição complexos como foi o caso da Operação objeto do processo, dificilmente, no âmbito da avaliação, fazem identificar, para fins de determinação do preço de aquisição global, o quanto se aloca para este ou aquele ativo em específico. A avaliação é feita invariavelmente pela análise de geração de resultados possíveis de forma global, sem que se segregue ou se aloque, especificamente, quanto cada parcela do patrimônio total influi para a tomada de decisão referente ao preço a ser ofertado para o alienante em razão da possibilidade de resultado melhor em uma ou outra parte do negócio como um todo.

19. No caso da operação em apreço, não houve, na tomada de decisão, qualquer determinação arbitrária de qual seria a quantidade do preço que corresponderia a uma parcela do negócio global cuja relevância mostrou-se inferior às outras parcelas em que necessitou especificamente da alocação. Seria, pois, falso exigir que neste momento a Recorrente identificasse qual o valor foi alocado a um ativo que compunha uma alienação global que, quando do ato da tomada de decisão para a oferta de preço não teve qualquer influência na eleição desse preço.

20. O ativo objeto da OPA não teve qualquer influência e nunca fez parte dos critérios de decisão para a composição do preço global. Qual a solução, portanto, para o impasse a respeito da definição de um preço específico para um pedaço do negócio adquirido que jamais teve influência direta na formulação desse preço global? As muitas soluções formuladas de boa-fé pela Recorrente, neste caso, estão todas presentes nos autos do processo – demonstrações exaustivas de critérios usados pelas partes para concluir o negócio, cópia integral do contrato de venda e compra celebrado no exterior, laudo de avaliação e memorais descritivos com demonstração justificada da forma de cálculo para a formação do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76. O resultado destas demonstrações alcançou o que se poderia chamar de preço justo.

21. Ademais, extrapolou a CVM em seu poder regulamentar e fiscalizatório, pois "incluiu" na lei obrigações que nela não constam. A leitura extensiva formulada pela SRE transparece ter ultrapassado o que na lei consta como obrigação da parte e condição para a realização de outros negócios.

22. As normas apontadas pela SRE [Art. 254-A da Lei 6.404/76 e § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361/02] não contêm, expressamente, comandos que façam referência direta à necessidade de justificação de critérios para definição de preço, nem tampouco evidências para a demonstração justificada desse mesmo preço.

*23. A questão da definição do preço em alienações indiretas de controle nas quais há uma série de empresas controladas e operações distintas em complexa estrutura à luz do art. 254-A da Lei 6.404/76, como bem reconhece a doutrina e a jurisprudência de precedentes da CVM, é das mais intricadas, embora seja absolutamente pacífico qual o melhor caminho a ser tomado. Nas palavras de Eizirik e Carvalhosa: "(...) deverá ser feita uma avaliação, por empresa especializada e independente, de todas as companhias envolvidas, assim como das atividades operacionais da controladora, de acordo com um mesmo critério: valor de bolsa, se forem todas abertas, com razoáveis índices de liquidez; valor de patrimônio líquido; perspectivas de rentabilidade, ou outro considerado mais adequado, tendo em vista o ramo de atividades da companhia. Feita tal avaliação, **segrega-se o valor que, presume-se, tenha sido pago pelo controle da companhia aberta, procedendo-se ao cálculo do preço a ser pago aos minoritários.**" (grifos deles)*

24. Note-se, pela documentação juntada a este processo, que foi exatamente o que se buscou fazer, inclusive por meio da apresentação do laudo formulado pela Ernst & Young.

25. Uma avaliação de todas as empresas envolvidas, justamente por se tratar de um número variado de companhias, em distintas jurisdições e com resultados em moedas diversas, além de ser impraticável, seria, para o fim desta OPA em específico, um rigor muito superior ao âmbito da proteção pretendida, se pelos fatos aqui trazidos já fosse o bastante para concluir que o preço apresentado foi simplesmente justo.

26. Não se nota no § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361/02 qualquer obrigação regulamentar para a necessidade de justificação de critérios para definição de preço, nem tampouco evidências para a demonstração justificada desse mesmo preço.

27. Ademais, na interpretação da melhor lógica razoável para esse dispositivo legal, o Colegiado desta CVM proferiu passagens fundamentais para que se conclua que o esforço de demonstração deve velar, em última instância, pelo preço justo. Em Declaração de Voto no PA CVM RJ 2007/1996, o então presidente da CVM lembrou: "A Instrução fala em demonstração justificada do preço que corresponda, na aquisição direta, à companhia indiretamente adquirida. Já seria bastante que a Instrução falasse em demonstração, para afastar qualquer dúvida quanto à necessidade de um documento capaz de convencer que a parcela do preço correspondente à controlada é aquela afirmada pelo ofertante. Mas a Instrução fez mais, foi quase pleonástica, ao falar em demonstração justificada, exigindo que seja demonstrado à CVM, com justificativa aceitável – como é o contrato entre as partes, quando houver – que o preço da aquisição indireta é o indicado pelo ofertante."

*28. Por seu turno, a relatora desse caso, a atual presidente da CVM, assim se manifestou: "O preço oferecido aos acionistas vendedores detentores do controle indireto, como já dito, certamente é influenciado por inúmeros fatores na sua composição. Em última instância, e tendo como limitador natural o valor atribuído pelo comprador à companhia objeto da aquisição, o preço que estará disposto a pagar será dado inclusive por condições de mercado no momento da oferta. **Mas condições de mercado vigentes para as ações da controladora, e que freqüentemente não serão sequer similares àquelas que afetam o mercado secundário das ações de controladas na mesma conjuntura.**" (grifos deles)*

29. Em primeiro lugar, deveria a SRE verificar, à luz da documentação exaustivamente trazida, se o preço é justo ou não. Em segundo lugar, constatar,

objetivamente, se houve ou não demonstração desse preço. Por fim, constatar que essa demonstração se relaciona diretamente com aquele preço apresentado na oferta e avaliado, em primeiro plano, como um preço justo.

30. Vale lembrar que essa análise de preço não funda qualquer possibilidade jurídica para que a OPA seja registrada. Em verdade, o objeto da norma do art. 254-A da Lei 6.404/76 obriga o seu destinatário a fazer oferta pública de aquisição de ações, o que foi feito. Entretanto, por entender que não houve evidência de demonstração justificada, a Douta Superintendência, com a devida licença e apropriado respeito, obrou em equívoco, pois não só pôde a Recorrente demonstrar exaustivamente os critérios para a formulação do preço da OPA, como também trouxe inúmeras justificativas que permitem concluir que a relação entre a demonstração e o preço em si fora justa, justificada, devida e adequada.

*31. Além disso, a medida tomada pelo indeferimento do registro da oferta não apenas contraria a lei, como também os princípios gerais do direito, sobretudo o princípio da legalidade e toda a principiologia de direito administrativo que qualifica este ato como ato vinculado da administração. Tanto é ilegal o ato praticado que o então presidente da CVM, quando de sua declaração de voto no Caso Arcelor expressamente dispôs nas "Balizas para a atuação da CVM em casos futuros": "se a CVM entender que existem indícios de que o preço informado nos documentos não é o verdadeiro, **não poderá negar registro à oferta**, devendo iniciar investigação em paralelo e, ficando comprovada a fraude, formular acusação, inclusive frente ao intermediário, sem prejuízo da indenização a ser postulada pelos destinatários da oferta." (grifos deles)*

32. A CVM, neste caso, não pode escapar de uma análise objetiva da demonstração justificada aqui trazida, sendo ilegal a denegação do registro, sobretudo da forma como foi feito, com escoro na frágil fundamentação dos Ofícios CVM/SRE/GER-1/nº 2428/2007 e CVM/SRE/GER-1/nº 2429/2007. Carece, sim, a decisão formulada na intimação do Ofício CVM/SRE/GER-1/nº 2429/2007, de uma fundamentação legal que coincida com o princípio da fundamentação das decisões, que embora concisas não poderão ser arbitrárias.

33. Além disso, a CVM notaria, como já consta do pedido inicial da OPA, que a medida tomada e o conseqüente indeferimento causa à Recorrente prejuízos de monta incalculável, sem contar nas conseqüências extremamente nocivas em decorrência da manutenção de uma condição suspensiva que alastra os prejuízos para inúmeras outras partes, afiliados, colaboradores, trabalhadores em todo o mundo, credores, administradores e fornecedores das empresas envolvidas na Operação.

34. Considerando que a grande maioria dos destinatários da oferta se compõe de uma parcela bastante diminuta de ex-titulares de ações ao portador não convertidas, e face à grande falta de liquidez dessas ações, o prejuízo que o deferimento da OPA causaria seria infinitamente menor do que este combatido indeferimento, sem contar na faculdade que a CVM teria de proceder a uma investigação, caso entendesse que o preço formulado na OPA não pudesse ser classificado como "justo" ou "adequado", em discordância do que consta dos documentos.

35. Por todo o exposto, requer-se seja integralmente reconsiderado o entendimento contido nos Ofícios CVM/SRE/GER-1/nº 2428/2007 e CV/SRE /GER1/nº 2429/2007, a fim de deferir o registro da OPA, nos termos do quanto requerido pela Recorrente no âmbito do Pedido de Registro de OPA, ou seja, de acordo com a demonstração justificada de preço anexa ao pedido de reconsideração, na faixa dos R$87,20 por lote de 1.000 ações ordinárias.

Das Considerações da SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 20/2008

36. Destaca a SRE, quanto às considerações da ofertante acerca da eventual extrapolação de limites legais na decisão de indeferimento do pedido em tela, que esta Autarquia tem o dever legal de agir no sentido de buscar assegurar o fiel cumprimento dos direitos de natureza geral ou especial dos acionistas minoritários, tal como previstos na Lei nº 6404/76 (art. 116, parágrafo único), na Lei 6385/76 e na regulamentação aplicável.

37. Destaca, também, que, em momento algum, a CVM solicitou à Recorrente que atribuísse, de maneira aleatória, valor à companhia aberta brasileira.

38. Ademais, diz a SRE, em momento anterior à conclusão da alienação indireta do controle da Millenium, a Recorrente, ciente de sua obrigação de formular OPA nos termos do art. 254-A da Lei 6404/76, protocolou consulta acerca da obrigatoriedade de extensão da oferta aos detentores de ações preferenciais de emissão da companhia (Processo CVM n.º RJ-2007-3068). Por isso, causa estranheza o fato de a Recorrente ter afirmado que jamais considerou, durante o período de negociação, os ativos de química inorgânica da Lyondell separadamente.

39. Em resumo, a documentação apresentada no âmbito do presente recurso conduziu a SRE/GER-1 às seguintes conclusões: (i) inexistência de fatos novos que pudessem apresentar evidências capazes de justificar a demonstração de preço apresentado pela Recorrente; (ii) o critério indicado pela Recorrente não é usual para a alienação de companhias cujas ações ordinárias não foram negociadas nos doze meses anteriores à venda e cuja liquidez das ações preferenciais é reduzida no mercado secundário; (iii) o critério do valor econômico, apresentado no laudo de avaliação, não possibilita a verificação da eventual ocorrência de indícios de vícios na definição do preço proposto na venda dos ativos de química inorgânica de Lyondell, visto que apenas a companhia aberta brasileira foi avaliada e, em conseqüência, não há como se comparar os valores obtidos aos correspondentes aos demais ativos envolvidos na operação; (iv) o valor patrimonial é o único critério capaz de possibilitar a comparabilidade do valor dos ativos vendidos ao preço total da oferta.

40. Em face disso, sugere a SRE que, uma vez constatada a proximidade do preço de US$ 1,05 bilhão, referente ao valor total do negócio realizado entre a Recorrente e Lyondell, e o valor patrimonial de US$ 1,024 bilhão dos respectivos ativos alienados, seria razoável considerar que tal critério foi utilizado na definição do preço total da oferta. Para efeitos ilustrativos, caso o preço proposto por ação tivesse por base 80% do valor patrimonial das ações de emissão de Millenium à época, o resultado obtido seria de R$ 148,38.

41. Em complemento, ressalta que a decisão de indeferimento partiu da ausência da demonstração justificada do preço devida, logo, momento anterior à eventual constatação de indícios de que o preço não seria verdadeiro, nos termos da orientação do então presidente Marcelo Trindade.

42. De fato, conforme alega a Recorrente, não há, na Lei 6404/76, comando que submeta o ofertante a elaborar a demonstração efetiva de preço ou, ainda, apresentar evidências para a sua demonstração. Contudo, como compete à CVM estabelecer normas a serem observadas nas OPA por alienação de controle, é forçoso reconhecer que a apresentação de tal demonstração justificada se faz obrigatória por força do disposto no § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361/02. Mas a interpretação do aludido dispositivo defendida como correta pelo Recorrente, baseada na definição de um preço justo para a oferta, se aplicaria apenas para casos de OPA para cancelamento de registro ou por aumento de participação, cuja demonstração de preço não é requerida pela Instrução CVM 361/02.

43. Com relação ao aparente entendimento de que o valor encontrado no laudo de avaliação, baseado no critério mais adequado para a definição do preço justo da companhia, deveria estar relacionado ao preço resultante da demonstração justificada, peca a Recorrente mais uma vez. Especificamente, o Diretor Marcos Barbosa Pinto, no âmbito da OPA por alienação do controle da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, Processo CVM n.º RJ-2007- 11573, esclarece que: "Nas ofertas públicas do art. 254-A, o laudo de avaliação tem, em princípio, uma função meramente informativa. Nestas ofertas, o preço de compra é determinado por lei, a saber, 80% do valor pago aos controladores. A função do laudo, nesse contexto, é apenas fornecer elementos adicionais para que os acionistas possam decidir se vendem ou não sua participação. (...) Todavia, não é sempre que o contrato discrimina esses valores e, mesmo quando o faz, não lhe podemos conferir importância nem credibilidade excessivas. Em muitos casos, os valores que constam do contrato não são objeto de uma real negociação entre o adquirente e o alienante, já que, para este último, a distribuição do preço entre os ativos indiretamente alienados pode ter pouca ou nenhuma relevância. Em tais situações, o laudo de avaliação e também outras proxies, como o valor de mercado da companhia, podem ser utilizados com meios auxiliares na determinação do preço devido na oferta, ao lado dos instrumentos contratuais e outros documentos relativos à negociação havida entre o adquirente e o alienante do controle." Pelo exposto, não restam dúvidas de que a demonstração justificada de que trata o § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361/02 tem por objetivo evidenciar o cálculo da parcela correspondente à alienação do controle da companhia objeto em uma alienação indireta de controle acionário.

44. Pelo exposto, prevaleceu a manutenção da posição quanto ao indeferimento do pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações por alienação indireta do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A., vez que não há fatos novos que justifiquem sua reforma, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03. (4)

VOTO

45. Pelo exposto, me parece claro que a Recorrente conhecia os ditames legais a que se sujeitaria em caso de ocorrência de alienação indireta do controle da Millenium. Este fato é corroborado pela consulta protocolizada nesta Autarquia acerca da obrigatoriedade de extensão da oferta aos detentores de ações preferenciais de emissão da companhia (Processo CVM n.º RJ-2007-3068).

*46. **Dito isso, o ativo em questão, objeto da presente OPA, deveria ter sido avaliado de forma mais parcimoniosa e cuidadosa, separadamente dos***

outros ativos da Lyondell, desde o período de negociação com a Lyondell.

47. Adicionalmente, não consegui visualizar, pela leitura do laudo de avaliação das ações, uma demonstração justificada do preço proposto. Pelo contrário. O laudo me pareceu superficial e pouco denso. Não consegui entender a razão de se utilizarem como parâmetros para a formação do preço a média entre ações preferenciais de classe A e B, quando a ação-objeto da OPA eram ordinárias.

*48. **Sigo também a decisão da SRE, que, no MEMO/SRE/GER-1/Nº 20/2008, expôs seus argumentos em relação à demonstração justificada do preço, nos seguintes termos:** "De fato, conforme alega a Recorrente, não há, na Lei 6404/76, comando que submeta o ofertante a elaborar a demonstração efetiva de preço ou, ainda, apresentar evidências para a sua demonstração. Contudo, como compete à CVM, estabelecer normas a serem observadas nas OPA por alienação de controle, é forçoso reconhecer que a apresentação de tal demonstração justificada se faz obrigatória por força do disposto no § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361/02. Mas a interpretação do aludido dispositivo defendida como correta pelo Recorrente, baseada na definição de um preço justo para a oferta, se aplicaria apenas para casos de OPA para cancelamento de registro ou por aumento de participação, cuja demonstração de preço não é requerida pela Instrução CVM 361/02. **Pelo exposto, não restam dúvidas de que a demonstração justificada de que trata o § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361/02 tem por objetivo evidenciar o cálculo da parcela correspondente à alienação do controle da companhia objeto em uma alienação indireta de controle acionário.**"*

*49. **Cabe salientar também que a CVM não infringiu quaisquer princípios do direito administrativo ao exigir maiores explicações da Recorrente. A negação do registro se deu porque a Recorrente não apresentou demonstração justificada do preço, descumprindo assim comandos regulamentares. A análise da demonstração de preço é ato discricionário da Administração Pública, sendo cabível a negação do registro e a formulação de novas demonstrações, baseando-se em critérios de conveniência e oportunidade.***

*50. **Pelo acima exposto, me alinho ao entendimento da SRE e voto pela manutenção do indeferimento do pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações por alienação indireta do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A., com adoção de procedimento diferenciado. É o meu voto.**"* (grifos nossos)

86. Da leitura da decisão supra, verifica-se que, a despeito de terem sido apresentados no âmbito do caso em comento laudo de avaliação, demonstração justificada de preço, dentre outros documentos, os quais referendavam o preço que o ofertante estava propondo na OPA por alienação de controle indireta de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A., manteve-se a decisão da área técnica de indeferir o pedido de registro da OPA, uma vez que não foi possível certificar que o preço proposto para aquela oferta atendia aos preceitos legais, ou seja, equivalia, em termos razoáveis, a 80% do preço pago pela companhia no negócio que ensejou sua alienação indireta de controle.

87. Constou daquela decisão ainda que, uma vez tendo sido indeferido o pedido de registro da OPA, a alienação de controle da companhia aberta brasileira (Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A.) estava então desautorizada, nos termos do § 2º do art. 254-A da LSA ("*A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.*").

88. No presente caso, entendemos por bem, ao invés de indeferir de plano o pedido de registro da OPA, comunicar nosso entendimento final e deixar que a Ofertante pudesse, caso entendesse cabível, entrar com recurso contra o referido entendimento, de modo que o indeferimento, caso ocorra, será consequência de uma decisão final desta Autarquia, o que nos parece mais adequado em casos desse tipo, onde o impacto de tal decisão traz inevitavelmente consequências graves às partes interessadas.

89. Curioso observar ainda algumas alegações trazidas pelo recorrente do caso supra que foram resumidas no voto do Diretor Relator Durval Soledade, nos seguintes termos: *"18. A Recorrente acredita que, em processos de aquisição complexos como foi o caso da Operação objeto do processo, dificilmente, no âmbito da avaliação, fazem identificar, para fins de determinação do preço de aquisição global, o quanto se aloca para este ou aquele ativo em específico. A avaliação é feita invariavelmente pela análise de geração de resultados possíveis de forma global, sem que se segregue ou se aloque, especificamente, quanto cada parcela do patrimônio total influi para a tomada de decisão referente ao preço a ser ofertado para o alienante em razão da possibilidade de resultado melhor em uma ou outra parte do negócio como um todo."*

90. Tais alegações corroboram o entendimento desta área técnica, já comentado anteriormente (parágrafo 72 acima), no sentido de que *"seria muito difícil identificar, nos casos como o ora em análise, a existência de preço não verdadeiro ou de fraude, uma vez que a negociação entre as partes se dá no âmbito da companhia diretamente alienada, de modo que, ainda que ocorresse uma divergência entre comprador e vendedor a respeito do valor percebido em um dos ativos pertencentes à referida companhia, tal fato não seria impeditivo ao fechamento do negócio, desde que o valor global da operação (envolvendo todos os ativos da companhia diretamente alienada) fosse aceito por ambas as partes."*

91. Nesse sentido, o entendimento da CVM não pode se afastar da realidade do mercado e, para tal, reconhecer que o preço de uma companhia alienada indiretamente, ainda que esteja expresso no contrato de compra e venda da companhia alienada diretamente, possivelmente não foi objeto de uma negociação entre as partes envolvidas na operação, de modo que a verificação quanto à razoabilidade da demonstração justificada de preço por parte da CVM é tarefa fundamental para certificar que a regulamentação aplicável foi devidamente observada.

92. Tecidas essas considerações a respeito dos precedentes acima mencionados, e a fim de dar fechamento à análise sobre a regulamentação aplicável e o papel da CVM no tratamento dos casos como o ora em análise, cabe lembrar entendimento manifestado por esta área técnica por meio do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, nos seguintes termos:

"(...) 43. Com base nos precedentes acima mencionados, verifica-se que cabe à CVM, nos casos de alienação indireta de controle de companhias abertas listadas no Novo Mercado da B3, certificar-se de que a documentação apresentada por força do inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361 e do item 8.1.1. do Regulamento do referido segmento especial de negociação efetivamente justifica o preço atribuído à companhia indiretamente alienada e garante aos seus demais acionistas tratamento igualitário na realização da OPA exigida na regulamentação aplicável.

44. Ademais, cabe mencionar que, ainda que o contrato celebrado entre as partes em uma alienação de controle especifique o valor atribuído à companhia que fora indiretamente alienada, a tal valor, conforme bem destacou o então Diretor Marcos Pinto Barbosa no caso da OPA por alienação de controle de Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, não poderia ser conferida importância nem credibilidade excessivas.

45. Corrobora com esse entendimento o fato de que, em uma alienação indireta de controle, o valor negociado entre as partes é o valor pago pela companhia controladora, sendo, na melhor das hipóteses, indiferente para o alienante o valor que está sendo atribuído pelo adquirente a uma de suas controladas.

*46. **Nesse sentido, atribuir-se o menor valor possível a uma controlada que seja companhia aberta com ações em circulação no mercado, ou seja, que seria, por força de lei, objeto de OPA por alienação de controle, seria hipoteticamente interessante tanto para o adquirente, que realizaria uma OPA "mais barata", quanto para o alienante, que poderia negociar um valor melhor pela controladora, na medida em que o adquirente desembolse um menor valor no âmbito da referida OPA e, consequentemente, tenha mais recursos a alocar na controladora no âmbito da operação.***

*47. **Vê-se então que as operações que envolvem alienação indireta de controle de companhias abertas caracterizam-se como situações de conflito de interesses para ambas as partes (adquirentes e alienantes do controle), o que reforça ainda mais a importância da demonstração justificada de preço e do papel da CVM no processo de registro da OPA, como verificador do preço atribuído à companhia aberta alienada indiretamente.** (...)"*

93. Contra esse entendimento, a Recorrente argumentou que o documento exigido pelo então vigente Regulamento do Novo Mercado da B3, item 8.1.1, que deve ser apresentado pelo acionista alienante com o objetivo de comprovar o valor acertado pela companhia indiretamente alienada, seria um contrapeso jurídico ao estímulo que este teria de, juntamente com o adquirente do controle, atribuir à referida companhia menor valor na operação, uma vez que, ao apresentar esse documento à B3, o alienante do controle deve cumprir com seu dever fiduciário previsto na legislação, de modo que não poderia tomar atitude que prejudicasse os demais acionistas da companhia.

94. Sem negar que o referido contrapeso possa existir, o que está em discussão aqui é que, diante de inegável estímulo de ambas as partes em atribuir menor valor para a companhia alienada indiretamente, conforme expusemos no Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, o mínimo que cabe à CVM é verificar de forma criteriosa a razoabilidade da demonstração justificada de preço apresentada, que, diga-se de passagem, no presente caso, é equivalente ao documento apresentado à B3 em cumprimento ao referido item 8.1.1 do Regulamento do Novo Mercado.

95. Sobre esse ponto, cabe pontuar alegação apresentada pela Recorrente, nos seguintes termos: *"Como um exemplo do porquê tal exercício teórico não prospera no caso concreto, o preço atribuído à CPFL Renováveis não foi indiferente para os vendedores das ações da CPFL Energia, já que um dos vendedores (nomeadamente, a PREVI) tinha (e continua a ter) participações significativas na CPFL Renováveis na data do closing do SPA (a PREVI tinha 6.4% do capital social da CPFL Renováveis, o que a tornava o segundo maior acionista do float, com 13,2% das ações em circulação - seus interesses, assim, eram diferentes de outros vendedores)."*

96. Ocorre que a Previ, à época da Transação, detinha 29,45% de participação no capital social da CPFL Energia, ao passo que detém apenas 6,35% de participação no capital

social da CPFL Renováveis, de modo que a cada R$ 1 milhão a mais atribuído pela Ofertante à CPFL Energia e, consequentemente, a menos à CPFL Renováveis, a Previ se apropriaria de 29,45% e deixaria de ganhar apenas 6,35% desse valor, tendo em tese todo o interesse em referendar um ágio maior na companhia diretamente alienada em detrimento de um preço menor na companhia indiretamente alienada.

97. Ademais, é curioso observar que, em hipóteses expressamente previstas na LSA de situação de conflito de interesses, o remédio, em geral, é afastar as partes conflitadas da situação permeada pelo conflito, como ocorre nos seguintes casos:

> *"Art. 66. O agente fiduciário será nomeado e deverá aceitar a função na escritura de emissão das debêntures.*
>
> *(...)*
>
> *§ 3º Não pode ser agente fiduciário:*
>
> *(...)*
>
> *e) pessoa que, de qualquer outro modo, se coloque em situação de conflito de interesses pelo exercício da função.*
>
> *(...)*
>
> *Abuso do Direito de Voto e Conflito de Interesses*
>
> *Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.*
>
> *§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.*
>
> *§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.*
>
> *§ 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.*
>
> *§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.*
>
> *(...)*
>
> *Conflito de Interesses*
>
> *Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.*
>
> *§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.*
>
> *§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido."*

98. Diante do tratamento dado pela LSA a esses casos, seria no mínimo incoerente, por parte da CVM, afastar a possibilidade de a Autarquia verificar a razoabilidade da demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da LSA nos casos de alienação indireta de controle, simplesmente pelo fato de existir preço expresso no contrato de compra e venda ou outro documento firmado entre as partes.

99. Cabe destacar ainda que a importância do papel da CVM na análise da demonstração justificada apresentada em casos de alienação indireta de controle se mostra mais clara ainda, quando se compara as regras previstas nesse tipo de operação com aquelas previstas paras as demais modalidades de OPA obrigatória, quais sejam, as OPA para cancelamento de registro e as OPA por aumento de participação.

100. No âmbito de tais operações, além da obrigatoriedade de apresentação de laudo de avaliação, que pode, inclusive, ser contestado pelos minoritários, com a formulação de nova avaliação (por avaliador por eles escolhido), nos termos do art. 4º-A da LSA, há a necessidade de se obter quórum de sucesso, de modo que a operação proposta pelo ofertante só se efetiva se passar pelo crivo de parte considerável dos acionistas objeto da OPA.

101. **Com base no acima exposto, concluí-se que a CVM tem papel fundamental na análise dos pedidos de registro das OPA por alienação de controle indireta, devendo certificar que a demonstração justificada prevista pelo § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361 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 6.404/76, ou de até 100%, como estabelece o Regulamento do Novo Mercado da B3.**

102. Passemos agora a tecer comentários a respeito do item "C. ADEQUAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO UTILIZADO PELA OFERTANTE E DA DEMONSTRAÇÃO JUSTIFICADA DE PREÇO" do Recurso.

103. Sobre esse tema, a Recorrente argumentou resumidamente que *"o método do EBITDA proporcional aplicado pela Ofertante é um método de avaliação comum e válido, e que foi usado de forma consistente no cálculo do preço pago pela CPFL Renováveis. Como tal, não pode ser descartado pela SRE, que só pode propor ajustes se alguma inconsistência for identificada."*

104. Antes de mais nada, é importante mencionar trecho da Demonstração Justificada de Preço que expõe exercícios realizados pela Ofertante com relação ao preço pago pela CPFL Energia, do qual deveria derivar o preço atribuído à sua controlada, a CPFL Renováveis:

> *"(...)*
>
> ***Determinação do preço acordado entre a State Grid International e a Camargo Corrêa pelas ações da CPFL Energia***
>
> *O preço de compra das ações da CPFL Energia de R$25,00 (vinte e cinco reais) por ação anunciado pela State Grid International e Camargo Correa foi negociado no contexto de uma transação privada entre duas partes independentes (o "Preço Negociado"), 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. As ações da CPFL Energia historicamente apresentaram liquidez relevante, equivalente a um valor médio de negociação diária de R$41,2 milhões nos últimos doze meses ("UDM") anteriores a 1º de julho de 2016, portanto, o preço das ações da CPFL Energia no mercado poderia ser considerado como uma referência válida para avaliar o valor da CPFL Energia.*

Tabela 1: Volume de negociação da CPFL Energia nos últimos doze meses anteriores a 1º de julho de 2016 (incluindo ADRs)

	Período anterior a 1º de julho de 2016			
	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses
Média diária de ações negociadas (em milhões de ações)	3,2	2,9	2,6	2,4
Total de ações negociadas no período (em milhões de ações)	74,4	192,2	340,8	622,1
Total de ações negociadas como % do total de ações	*7,3%*	*18,9%*	*33,5%*	*61,1%*
Volume diário médio negociado (em milhões de reais)	**64,4**	**56,8**	**47,8**	**41,2**
Volume total negociado no período (em milhões de reais)	1.482,0	3.746,1	6.256,4	10.841,7

Fonte: Bloomberg

> *A fim de verificar a consistência do Preço Negociado com as referências disponíveis no mercado de fusões e aquisições no mesmo setor da CPFL Energia, a State Grid International utilizou o múltiplo implícito Valor da Firma ("Enterprise Value" ou "EV") / EBITDA (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização – "LAJIDA" ou "EBITDA"). O múltiplo EV / EBITDA é comumente utilizado em avaliações, e, portanto, amplamente aceito no mercado financeiro como referência apropriada para avaliar o valor de mercado de uma companhia.*

O múltiplo implícito EV / EBITDA UDM, no primeiro trimestre de 2016 (última informação disponível em 1º de julho de 2016), derivado do Preço Negociado, foi de 11,5x. Esse múltiplo implícito EV / EBITDA foi comparado com o intervalo de múltiplos de EV / EBITDA pagos em transações de fusões e aquisições durante os três últimos exercícios disponíveis (2013 a 2015) ao redor do mundo e nas Américas, encontrados em relatórios públicos sobre fusões e aquisições de uma fonte internacional respeitável e amplamente conhecida[1]. Os múltiplos EV / EBITDA médios utilizados em transações mundiais, encontrados nesses relatórios, variavam de 10,3x a 12,7x, enquanto os múltiplos EV / EBITDA médios utilizados em transações nas Américas variavam de 11,1x a 11,6x durante esse mesmo período. A conclusão dessa análise foi que o múltiplo implícito EV / EBITDA derivado do Preço Negociado (11,5x) estava dentro dos intervalos de múltiplos de EV / EBITDA utilizados como referência (Tabela 3 abaixo).

Tabela 2: Múltiplo implícito EV / EBITDA do Preço Negociado da CPFL Energia (R$25,00 por ação)

	Em milhões de reais
(A) Valor de Mercado ("Equity Value") atribuído a CPFL Energia em 1 de julho de 2016	25.448
(B) Dívida líquida da CPFL Energia em 31 de março de 2016	14.036
(C) Minoritários da CPFL Energia ajustados a valor de mercado em 31 de março de 2016	3.253
(A + B + C) *Enterprise Value* da CPFL Energia	**42.737**
(D) EBITDA 1T16 UDM	3.725
(A + B + C) / (D) EV/ EBITDA 1T16 UDM	**11,5x**

Nota: Favor consultar anexo para mais detalhes
Fonte: Demonstrações financeiras da CPFL Energia

Tabela 3: Múltiplos EV/EBITDA do relatório Thomson Reuters "Merger & Acquisitions Review. Financial Advisors"

Setor de Energia (*Energy & Power*)		
	Global	Américas
Ano	EV/EBITDA	EV/EBITDA
2013	10,3x	11,6x
2014	12,7x	11,1x
2015	12,0x	11,4x

Fonte: Thomson Reuters – Relatórios "Mergers & Acquisitions Review. Financial Advisors" para os anos de 2013, 2014 e 2015
http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q15-(E).pdf
http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2014_Global_MandA_Financial_Advisory_Review.pdf
http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2013_Global_MandA_Financial_Advisory_Review.pdf

(...)"

105. Como se vê, a definição do preço pago pela Ofertante na alienação de controle da CPFL Energia se deu levando em consideração as cotações das ações de sua emissão em bolsa e sua consistência foi testada por meio da comparação do múltiplo EV/EBITDA da CPFL Energia, calculado com base no preço pago na Transação, com múltiplos EV/EBITDA provenientes de transações de fusões e aquisições realizadas ao redor do mundo.

106. Com relação ao método utilizado na Demonstração Justificada de Preço para se chegar ao valor atribuído pela Ofertante para as ações da CPFL Renováveis, cabe destacar o seguinte trecho do referido documento:

"(...)

Determinação do preço atribuído às ações da CPFL Renováveis

O preço de R$12,20 (doze reais e vinte centavos) por ação atribuído à CPFL Renováveis também foi indicado no CCV da Transação (o "Preço CPFL-RE"). A State Grid International derivou o Preço CPFL-RE a partir do Preço Negociado utilizando a proporção do EBITDA da CPFL Renováveis em relação ao EBITDA da CPFL Energia. Durante os quatro trimestres prévios (2T15-1T16[1]), o EBITDA da CPFL Renováveis representou, em média, 26,2% (vinte e seis vírgula dois por cento) do EBITDA da CPFL Energia, conforme ilustrado na Tabela 4.

A fim de calcular o Enterprise Value da CPFL Renováveis, a State Grid International aplicou a proporção média do EBITDA de 26,2% (vinte e seis vírgula dois por cento) ao Enterprise Value implícito da CPFL Energia derivado do Preço Negociado. O Preço CPFL-RE atribuído foi, então, calculado após deduzir-se, do Enterprise Value da CPFL Renováveis, a dívida líquida e a participação dos minoritários do primeiro trimestre de 2016 (última informação disponível em 1º de julho de 2016).

Tabela 4: Proporção implícita do EBITDA da CPFL Renováveis em relação ao EBITDA da CPFL Energia

Em milhões de reais	2T15	3T15	4T15	1T16	Média (2T15 – 1T16)
EBITDA da CPFL Renováveis (IFRS)	156	296	372	168	
EBITDA da CPFL Energia (IFRS)	692	1.080	1.005	947	
Proporção trimestral	**22,5%**	**27,4%**	**37,0%**	**17,7%**	**26,2%**

Fonte: Demonstrações financeiras da CPFL Energia e CPFL Renováveis

Tabela 5: Cálculo do preço atribuído às ações da CPFL Renováveis

	Em milhões de reais
(A) *Enterprise Value* da CPFL Energia	42.737
(B) Proporção do EBITDA da CPFL Renováveis sobre o EBITDA da CPFL Energia	**26,2%**
(A * B) *Enterprise Value* da CPFL Renováveis	**11.185**
(C) Dívida líquida da CPFL Renováveis em 31 de março de 2016	4.918
(D) Minoritários da CPFL Renováveis em 31 de março de 2016	126
(A*B) - (C) - (D) *Equity Value* implícito da CPFL Renováveis	6.140
Preço por ação da CPFL Renováveis (R$/ação)	**12,20**

Fonte: Demonstrações financeiras da CPFL Energia e CPFL Renováveis

Como no caso da CPFL Energia, a State Grid International também utilizou o múltiplo EV / EBITDA com a finalidade de verificar a consistência da avaliação realizada com referências de mercado para transações de fusões e aquisições. A conclusão dessa análise foi que o múltiplo implícito EV / EBITDA para a CPFL Renováveis derivado do Preço Negociado e o EBITDA proporcional (11,3x) estava dentro dos intervalos de múltiplos EV / EBITDA utilizados como referência e mostrados na Tabela 3 acima.

	Em milhões de reais
(A) *Equity Value* implícito da CPFL Renováveis	6.140
(B) Dívida líquida da CPFL Renováveis em 31 de março de 2016	4.918
(C) Minoritários da CPFL Renováveis em 31 de março de 2016	126
(A + B + C) *Enterprise Value* da CPFL Renováveis	**11.185**
(D) EBITDA 1T16 UDM[1]	992
(A + B + C) / (D) EV/ EBITDA 1T16 UDM	**11,3x**

Nota: [1]Reportado pela CPFL Renováveis (IFRS)
Fonte: Demonstrações financeiras da CPFL Renováveis

A State Grid International não pôde assumir o preço das ações da CPFL Renováveis como uma referência de valor de mercado apropriada, dado o seu insignificante volume diário médio de negociações nos últimos doze meses (liquidez) antes do anúncio da Transação (1º de julho de 2016), equivalente a, aproximadamente, R$36,9 mil, o que representa apenas 0,09% (nove centésimos por cento) da liquidez da CPFL Energia verificada no mesmo período (ou 0,0006% do total das ações da CPFL Renováveis).

Tabela 7: Volume de negociação da CPFL Renováveis nos últimos doze meses anteriores a 1º de julho de 2016

	Período anterior a 1º de julho de 2016			
	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses
Média diária de ações negociadas (em milhares de ações)	2,0	2,4	2,5	3,0
Total de ações negociadas no período (em milhares de ações)	46,8	153,0	305,9	745,0
Total de ações negociadas como % do total de ações	*0,01%*	*0,03%*	*0,06%*	*0,15%*
Volume médio diário negociado (em milhares de reais)	**22,7**	**29,8**	**29,6**	**36,9**
Volume total negociado (em milhares de reais)	522,8	1.879,7	3.643,1	9.076,2

Nota: Exclui volume de negociação extraordinariamente elevado de 12 de maio de 2016
Fonte: Bloomberg

(...)"

107. Do acima exposto, verifica-se que o valor atribuído pela Ofertante à CPFL Renováveis no contexto da Transação foi calculado utilizando-se de método que se baseou na média simples da participação do EBITDA da CPFL Renováveis no EBITDA da CPFL Energia nos 4 trimestres anteriores ao anúncio da alienação de controle das Companhias, ou seja, no 2º, no 3º e no 4º trimestres de 2015, e no 1º trimestre de 2016.

108. Ademais, o múltiplo EV/EBITDA resultante do preço atribuído pela Ofertante à CPFL Renováveis (11,3) acabou ficando em linha com o múltiplo EV/EBITDA resultante do preço efetivamente pago pelas ações de emissão da CPFL Energia na Transação (11,5).

109. Ocorre que esses resultados, a despeito de parecerem revelar tratamento igualitário no âmbito das Companhias, na realidade confirmam que houve tratamento desigual, penalizando o valor atribuído para a CPFL Renováveis, uma vez que não considera diferenças fundamentais entre as Companhias.

110. Tal questão foi abordada por nós em meio à análise do pedido de registro da OPA, conforme expusemos no Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, nos seguintes termos:

> *"(...)*
>
> *58. Conforme comentamos na parte inicial do presente Relatório, quando do envio do primeiro Ofício de exigências relacionado à Oferta (Ofício nº 232/2017/CVM/SRE/GER-1), manifestamo-nos essencialmente no sentido de que a Demonstração Justificada de Preço necessitava de ajustes de modo a contemplar as diferenças existentes entre as duas Companhias que ali estavam sendo comparadas, tendo sido solicitadas as seguintes providências por parte da Ofertante:*
>
> > *"(i) promover os ajustes necessários na Demonstração Justificada de Preço de forma a incorporar, na metodologia utilizada, a diferença na expectativa de crescimento do EBITDA das duas companhias (CPFL Energia e CPFL Renováveis), bem como outras eventuais diferenças entre as companhias, justificando todos os ajustes realizados nesse sentido, ou fundamentar a desnecessidade de se realizar tais ajustes; e*
> >
> > *(ii) ajustar a Demonstração Justificada de Preço utilizando dados anuais de EBITDA (e não trimestrais) na metodologia empregada, de modo a expurgar distorções provenientes de eventual sazonalidade constante dos dados trimestrais, ou fundamentar a sua desnecessidade."*
>
> *59. Não obstante, em resposta ao referido Ofício, não foi realizado qualquer ajuste nesse sentido, tendo sido apresentadas diversas justificativas para tal, as quais foram acompanhadas de Pareceres elaborados a pedido da Ofertante.*
>
> *60. Após a análise de todas as justificativas apresentadas, chegamos à conclusão de que não é possível certificar, com base na Demonstração Justificada de Preço, que o preço atribuído à CPFL Renováveis, no âmbito da alienação de controle da CPFL Energia, atende ao requisito de tratamento igualitário previsto na regulamentação aplicável ao caso, uma vez que o critério utilizado em tal demonstração não captura diferenças essenciais entre as duas companhias, além de não incorporar uma visão de resultados prospectivos, que não poderia estar afastada da análise feita pelo adquirente do controle ao avaliar o preço a ser pago pelos ativos que estava adquirindo.*
>
> *61. Nesse sentido, **cabe mencionar ainda que metodologia empregada na Demonstração Justificada de Preço nada mais é do que uma espécie de comparação por múltiplos, metodologia essa cuja utilização requer atenção com relação às diferenças nos fundamentos inerentes às empresas comparadas**, conforme pode ser observado na conclusão do capítulo 18 do livro Investment Valuation, Second Edition, de autoria do professor Aswath Damodaran (página 717), transcrita abaixo:*
>
> > *"**The price-earnings ratio and other earnings multiples, which are widely used in valuation, have the potential to be misused.** These multiples are ultimately determined by the same fundamentals that determine the value of a firm in a discounted cash flow model - expected growth, risk and cash flow potential. Firms with higher growth, lower risk and higher payout ratios, with other things remaining equal, should trade at much higher multiples of earnings than other firms. To the extent that there are differences in fundamentals across countries, across time and across companies, the multiples will also be different. **A failure to control for these differences in fundamentals can lead to erroneous conclusions based purely upon a direct comparison of multiples.** There are several ways in which earnings multiples can be used in valuation. One way is to compare earnings multiples across a narrowly defined group of comparable firms and to control for differences in growth, risk and payout subjectively. Another is to expand the definition of a comparable firm to the entire sector (such as technology) or the market and to control for differences in fundamentals using statistical techniques, such as regression." (grifo nosso) (...)"*

111. Em contraposição ao entendimento acima exposto, a Recorrente alegou que o método utilizado por ela no cálculo do preço atribuído à CPFL Renováveis por meio da Demonstração Justificada de Preço não pode ser considerado como comparação por múltiplos, de modo que as conclusões desta área técnica estariam equivocadas por se basear nesse fato.

112. Não obstante, é simples demonstrar que a metodologia empregada na Demonstração Justificada de Preço é sim uma comparação por múltiplos, conforme veremos na sequência.

113. O cálculo realizado na Demonstração Justificada de Preço parte da relação entre o EBITDA da CPFL Renováveis (EBITDA-R) e o EBITDA da CPFL Energia (EBITDA-E), ou seja, parte da seguinte razão EBITDA-R / EBITDA-E, que resulta em 26,2%.

114. O segundo passo realizado é a multiplicação desse percentual pelo Enterprise Value (EV) de CPFL Energia (EV-E), calculado com base no preço pago por esta companhia na Transação (R$ 25,00/ação), obtendo-se como resultado o EV da CPFL Renováveis (EV-R), a partir do qual se extraiu o valor do Equity da Companhia e, consequentemente, do valor por ação que, na opinião da Ofertante, representa o tratamento igualitário previsto na regulamentação aplicável.

115. Seguindo essa sequência de cálculos, tem-se que EV-R = (EBITDA-R / EBITDA-E) x EV-E, ou seja, passando-se o EBITDA-R para o lado esquerdo da equação, temos EV-R / EBITDA-R = EV-E / EBITDA-E, comprovando que o método utilizado pela Ofertante simplesmente atribui o mesmo múltiplo EV / EBITDA aplicado à CPFL Energia na Transação à CPFL Renováveis para fins de cálculo do preço a ela atribuído no bojo da operação ora em análise.

116. Quando se realiza o cálculo do valor de alguma companhia utilizando-se de método de comparação por múltiplos, o que se faz é obter o múltiplo de companhias comparáveis e aplicar esse mesmo múltiplo na companhia que se deseja avaliar. Se fosse o caso de se avaliar a CPFL Renováveis pelo método de comparação por múltiplos EV/EBITDA, obteríamos esse múltiplo de companhias a ela comparáveis (considerando, por exemplo, setor de atuação, porte, risco, etc) e multiplicaríamos o valor de tal múltiplo pelo EBITDA da Companhia, derivando seu EV.

117. Como se percebe, o método utilizado na Demonstração Justificada de Preço se traduz, na verdade, na aplicação do múltiplo EV/EBITDA da CPFL Energia (na Transação) para obter o valor da CPFL Renováveis, o que não resulta no tratamento igualitário previsto na regulamentação aplicável, uma vez que as referidas companhias não são tecnicamente comparáveis.

118. Conforme comentamos no Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, a CPFL Energia opera nos setores de distruição, geração, transmissão e comercialização de energia elétrica, ou seja, é uma empresa integrada, enquanto que a CPFL Renováveis atua no setor de geração de energias renováveis.

119. Além disso, verifica-se que o crescimento do EBITDA da CPFL Energia foi, nos últimos anos (de 2012 a 2015), consideravelmente inferior ao crescimento do EBITDA da CPFL Renováveis (-1,29% a.a. x 25,67% a.a.), retratando a realidade do setor em que cada uma delas atua, muito mais para maduro, no caso da CPFL Energia, e muito mais para em desenvolvimento, no caso da CPFL Renováveis.

120. Um exemplo claro de que as Companhias não são comparáveis é a classificação setorial delas em planilha obtida no site do professor de Finanças da Stern School of Business at New York University, Aswath Damodaran, para fins de comparação de empresas utilizando múltiplos EV/EBITDA (http://www.stern.nyu.edu/~adamodar /pc/datasets/indname.xls).

121. Por meio de tal planilha, cujos dados são de janeiro de 2016, a CPFL Energia foi classificada no grupo setorial denominado "Power", enquanto que a CPFL Renováveis foi classificada no grupo setorial denominado "Green & Renewable Energy".

122. Por meio de outra planilha, disponível naquele mesmo site (http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/vebitdaemerg15.xls), é possível verificar o múltiplo EV/EBITDA médio, referente a janeiro de 2016, de empresas atuantes em mercados emergentes, como o Brasil, do grupo setorial "Power", onde a CPFL Energia está classificada, e do grupo setorial "Green & Renewable Energy", onde a CPFL Renováveis se inclui. A tabela abaixo resume esses dados:

Industry Name	**Number of firms**	**EV/EBITDA**
Green & Renewable Energy	71	11,12
Power	355	8,54

123. Como era de se esperar, o grupo de empresas no qual a CPFL Energia se inclui tinha múltiplo EV/EBITDA em janeiro de 2016, ou seja, próximo à Transação, consideravelmente inferior ao múltiplo EV/EBITDA das empresas que formam o grupo "Green & Renewable Energy", onde a CPFL Renováveis se inclui, refletindo exatamente esse potencial de crescimento maior do setor de energias renováveis quando comparado ao setor de energia em geral.

124. Utilizando os dados da tabela acima, o múltiplo EV/EBITDA que reflete o preço pago pela CPFL Energia no âmbito da Transação (11,5) é em torno de 35% superior ao múltiplo EV/EBITDA de suas companhias comparáveis, sinalizando que foi pago um prêmio por CPFL Energia em torno de 35%.

125. De outro modo, tendo sido utilizado praticamente o mesmo múltiplo EV/EBITDA (11,3) para se atribuir preço à CPFL Renováveis no bojo da Transação, a comparação desse múltiplo com o de suas companhias comparáveis sinaliza que foi pago prêmio por CPFL Renováveis em torno de apenas 1%, demonstrando que não houve, no presente caso, o tratamento igualitário previsto pela regulamentação aplicável.

126. A conclusão de que os múltiplos EV/EBITDA de empresas de energia integradas são consideravelmente inferiores aos múltiplos EV/EBITDA de empresas do setor de energias renováveis é também corroborada por dados constantes do Parecer elaborado por Oscar Malvesi, o qual foi apresentado pela Ofertante no curso da análise do pedido de registro da OPA, conforme se verifica por meio da tabela abaixo:

Múltiplos: Empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia

EV/EBITDA Empresas de Energia	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Companhias Integradas	5,2	7,2	5,9	5,3	4,8	5,3	**5,6**
Geração	8,2	12,0	11,0	11,4	8,8	11,4	**10,5**
Transmissão	9,7	12,5	13,3	14,4	12,4	14,4	**12,8**
Distribuição	6,1	10,6	8,5	6,7	6,4	6,7	**7,4**
Todas	7,1	10,6	9,2	9,0	7,9	9,0	**8,7**

Fonte: Parecer – Oscar Malvessi Consultoria em Valor Ltda. – agosto de 2017.

127. Em seu Recurso, a Ofertante chegou a argumentar que a proporção entre os EBITDA das Companhias não teria se alterado após a Transação, o que corroboraria a tese apresentada pela Recorrente de que a diferença de crescimento entre a CPFL Energia e CPFL Renováveis observada no passado não se prolongaria no futuro.

128. Sobre esse ponto, cabe pontuar primeiramente que os dados utilizados para se chegar a essa conclusão são dados obtidos após o fechamento da Transação, ou seja, desconhecidos pelas partes quando da negociação dos termos da alienação de controle em questão, o que, por si só, deve afastar a possibilidade de se tomar qualquer decisão no presente caso com base em tais informações.

129. Ademais, ressalta-se que a própria Ofertante, ao encaminhar manifestação à CVM no âmbito de reclamações realizadas a respeito da operação em tela (documento 0428469 do Processo 19957.005715/2017-34), afirmou que *"a ação dos Requerentes* [Reclamantes] *causou um impacto negativo na operação diária da Companhia, incluindo questões como a não aprovação do orçamento plurianual da Companhia desde o início da disputa."*

130. A despeito de não se poder mensurar até que ponto o fato narrado possa ter prejudicado os resultados da CPFL Renováveis, há que se considerar que a alegação da Ofertante de que a proporção entre os EBITDA das Companhias não teria se alterado após a Transação utiliza como base apenas 6 trimestres, onde essa proporção chega a variar de 19,8% a 32%, ou seja, não há como simplesmente, com base nessas informações, ignorar questões muito mais sólidas, como o crescimento nos resultados das Companhias nos 3 anos que antecederam a Transação e o setor de atuação em que elas atuam.

131. **Com base no acima exposto, ratificamos nosso entendimento de que a Demonstração Justificada de Preço 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 Renováveis 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 por esta área técnica na realização do teste de consistência, conforme concluímos por meio do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1.**

132. Passemos agora a tecer comentários a respeito do item "D. A DESCONSIDERAÇÂO DO LAUDO DE AVALIAÇÃO DO FATOR PELA SRE" do Recurso.

133. Sobre esse tema, a Recorrente argumentou resumidamente que *"a SRE discordou de certas premissas de avaliação adotadas no laudo de avaliação (incluindo premissas adotadas pela CPFL Energia e CPFL Renováveis antes da transferência de controle), mas não demonstrou erros técnicos ou inconsistências por parte do Avaliador que tornariam o relatório inútil. O laudo de avaliação deve ser considerado como um indício adicional de que o preço apresentado pela Ofertante foi adequadamente calculado e refletiu a parcela do preço de compra da CPFL Energia representada pela CPFL Renováveis, dado que os valores alcançados pelo Avaliador foram obtidos por meio do uso de uma metodologia diferente da utilizada pela Ofertante, que, mesmo assim, chegou a resultados similares."*

134. Primeiramente, cabe lembrar que o Laudo de Avaliação foi elaborado a pedido desta área técnica, com base na opcionalidade prevista pelo inciso II do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, com vistas a auxiliar na realização do teste de consistência da Demonstração Justificada de Preço, que seria a função precípua do referido documento, a qual foi inclusive prevista no Edital de Audiência Pública nº 02/10, que deu origem à Instrução CVM nº 487/10 (modificadora da Instrução CVM 361), nos seguintes termos:

> *"A CVM propõe ainda eliminar a exigência de apresentação de laudo de avaliação nas OPA por alienação de controle. Com essa proposta de modificação da norma, não se discute a importância do referido documento para a tomada de decisão do investidor, mas sim o custo desproporcional a seu benefício no processo como um todo.*
>
> ***A Minuta tomou o cuidado, entretanto, de preservar a possibilidade de a Comissão exigir a apresentação de laudos de avaliação em OPA por alienação indireta de controle, para efeitos de testes de consistência do demonstrativo de preço."***

135. Dessa forma, a função do referido laudo em casos como o presente é bem diversa daquela prevista nas OPA para cancelamento de registro e por aumento de participação, onde o preço apontado pelo referido documento serve de base para o preço a ser praticado naquelas ofertas (conforme disposição legal), de modo que o Laudo de avaliação, no caso em análise, não vincula as conclusões desta Autarquia sobre a demonstração justificada da forma de cálculo do preço que atende ao art. 254-A da LSA.

136. Antes de adentrarmos às questões inerentes ao Laudo de Avaliação, cabe lembrar entendimento que manifestamos por meio do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1 de que *"**informação essencial** para que se possa verificar se os requisitos previstos na regulamentação aplicável à modalidade de OPA em questão estão sendo cumpridos **é a relação entre o valor da companhia alienada indiretamente e o valor da companhia alienada diretamente**, para que se possa determinar a parcela do preço pago pela controladora atribuída à sua controlada"*, de modo que *"**o laudo de avaliação nesse caso teria o condão de auxiliar a CVM na verificação de se essa relação** entre as duas companhias está sendo observada de forma razoável na documentação apresentada pelo ofertante para justificar o preço atribuído à companhia indiretamente alienada."*

137. Cabe destacar que o método escolhido pelo Avaliador como aquele que melhor determina o valor justo tanto da CPFL Energia, quanto da CPFL Renováveis, foi o fluxo de caixa descontado, tendo sido também apresentados o cálculo do valor justo de ambas as companhias pelos métodos de avaliação por múltiplos (utilizando o múltiplo EV/EBITDA), preço médio ponderado das ações no mercado e valor patrimonial.

138. Conforme expusemos com detalhes no Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1 (parágrafos 64 a 137), esta área técnica, após análise crítica do Laudo de Avaliação, **concluiu que o referido documento contém premissas que não consideramos razoáveis, de modo que entendemos não ser possível realizar o teste de consistência do preço**

calculado por meio da Demonstração Justificada de Preço com base no referido laudo.

139. Nesse sentido, resumimos abaixo as referidas premissas do Laudo de Avaliação que consideramos não serem razoáveis:

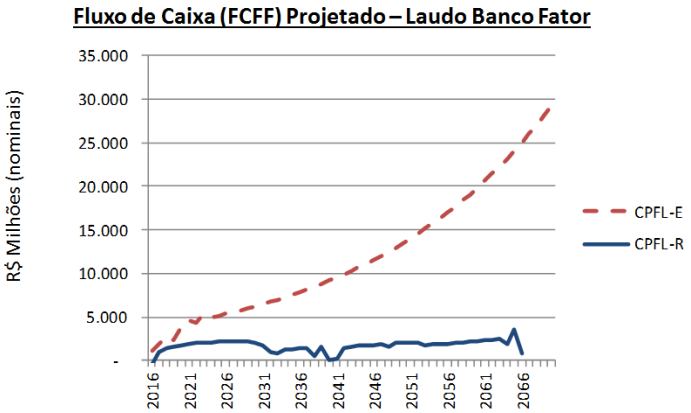
(i) utilização de perpetuidade para algumas companhias e projeção dos fluxos de caixa futuros após 2025 para outras;

(ii) utilização de taxa efetiva de impostos na projeção dos fluxos de caixa até 2025 para as companhias que não são tributadas com base em lucro presumido e utilização da alíquota de imposto marginal no cálculo do WACC utilizado no cálculo do valor presente de tais fluxos;

(iii) seleção de empresas comparáveis à CPFL Energia não considerou empresas brasileiras com características muito similares à referida companhia, em termos de porte e ramo de atuação, enquanto que se utilizou de empresas muito menos similares.

140. Após exercícios realizados, verificamos que a adoção de tais premissas, apesar de terem considerável relevância no tocante à avaliação individual de cada uma das Companhias, teve efeitos muito mais significativos quando consideradas à luz da função essencial do laudo de avaliação no presente caso, qual seja, revelar de forma coerente ***"a relação entre o valor da companhia alienada indiretamente e o valor da companhia alienada diretamente"***.

141. O gráfico abaixo da uma visão geral do impacto na avaliação das Companhias da adoção da premissa de considerar cálculo de perpetuidade após 2025 para diversas subsidiárias da CPFL Energia (com crescimento real de até 2% a.a.) e considerar apenas a projeção dos contratos de concessão existentes para a CPFL Renováveis durante todo o fluxo (até 2066):



142. Dito isso, transcreveremos abaixo algumas passagens do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1 que resumem os resultados dos exercícios realizados por esta área técnica:

> *"75. (...) os fluxos de caixa projetados após 2025 para a **CPFL Renováveis** equivalem a um cálculo de perpetuidade onde a Companhia, com base em seu fluxo de caixa de 2025, teria um **decréscimo nominal em seus resultados da ordem de 2,95% a.a.**, ou um **decréscimo real da ordem de 6,30% a.a.**, considerando a inflação prevista no longo prazo pelo Avaliador de 3,57% a.a.*
>
> *(...)*
>
> *78. (...) os fluxos de caixa projetados após 2025 para a **CPFL Energia**, considerados em conjunto com a perpetuidade já existente no Laudo de Avaliação, equivalem a um cálculo de perpetuidade, considerando as diferentes taxas de desconto aplicadas à CPFL Energia sem Renováveis e à CPFL Renováveis, onde a CPFL Energia, com base em seu fluxo de caixa de 2025, teria um **crescimento nominal em seus resultados da ordem de 3,94% a.a.**, ou um **crescimento real da ordem de 0,36% a.a.**, considerando a inflação prevista no longo prazo pelo Avaliador de 3,57% a.a.*
>
> *(...)*
>
> *80. (...) os fluxos de caixa projetados após 2025 para a **CPFL Energia sem Renováveis**, considerados em conjunto com a perpetuidade já existente no Laudo de Avaliação para a CPFL Energia (cujo valor não se refere à CPFL Renováveis), equivalem a um cálculo de perpetuidade, onde a CPFL Energia sem Renováveis, com base em seu fluxo de caixa de 2025, teria um **crescimento nominal em seus resultados da ordem de 5,14% a.a.**, ou um **crescimento real da ordem de 1,51% a.a.**, considerando a inflação prevista no longo prazo pelo Avaliador de 3,57% a.a.*
>
> *81. **Os resultados encontrados por meio de tais exercícios, como veremos a seguir, não encontram respaldo nos crescimentos históricos do EBITDA de cada uma das companhias, tampouco no crescimento previsto para o EBITDA de tais companhias com base nos orçamentos aprovados pelo conselho de administração de CPFL Energia e de CPFL Renováveis (2016 a 2020) vigentes à época da alienação de controle**.*
>
> *82. A tabela abaixo resume os dados obtidos nesse sentido:*

Comparação crescimento EBITDA histórico e projetado para as companhias								
Companhias	CAGR 2012-2015 (Dados Realizados)		CAGR 2016-2020 (Orçamento Aprovado)		CAGR 2021-2025 (Projeções da Cia)		CAGR 2016-2025 (Orçamento Aprovado + Projeções da Cia)	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
CPFL Energia	-1,29%	-8,30%	9,09%	3,83%	7,71%	3,72%	8,38%	3,83%
CPFL Renováveis	25,67%	16,75%	10,53%	5,21%	3,14%	-0,68%	6,59%	2,11%
IPCA	7,64% (realizado)		5,06% (fonte: Laudo)		3,85% (fonte: Laudo)		4,38% (fonte: Laudo)	

> *83. Conforme se verifica dos dados acima expostos, ao considerarmos os dados anteriores à alienação de controle das companhias, entre 2012 e 2015, o EBITDA da CPFL Renováveis cresceu muito acima do EBITDA da CPFL Energia, que por sinal decresceu significativamente nesse período.*
>
> *84. Ainda que se desconsidere os resultados de 2012 a 2015, e se considere apenas o orçamento que havia sido aprovado para os anos de 2016 a 2020, referente a ambas as companhias, e que estava vigente quando da alienação de controle, percebe-se que os crescimentos nominal e real do EBITDA de CPFL Renováveis ainda são significativamente superiores ao da CPFL Energia (crescimento nominal: 10,53% a.a. x 9,09% a.a.; crescimento real: 5,21% a.a. x 3,83% a.a.).*
>
> *85. Mesmo que considerássemos nessa análise os dados oriundos de projeções internas das companhias para os anos de 2021 a 2025, os quais, diga-se de passagem, não foram objeto de qualquer aprovação por parte do conselho de administração, o resultado ainda não justificaria o tratamento desigual que foi dado pelo Avaliador à CPFL Renováveis, cujos fluxos de caixa dos anos posteriores a 2025 equivalem a uma perpetuidade com decréscimo nominal de 2,95% a.a. e real de 6,30% a.a.*
>
> *86. Corrobora ainda com esse entendimento de tratamento desigual entre CPFL Energia e CPFL Renováveis informação constante do Laudo de Avaliação de que "o mercado brasileiro de geração de energia renovável apresentou taxa anual de crescimento composto 14,39% nos últimos 10 anos", aliada ao fato de que a Companhia manteve de 2012 a 2015 sua participação em relação à capacidade instalada de geração de energias renováveis no Brasil entre 6,44% e 7,62%, segundo informações também constantes do referido documento.*

(...)

94. Subtraindo-se dos dados projetados no Laudo de Avaliação para os anos de 2016 a 2025 da CPFL Energia os dados projetados para a CPFL Renováveis, para a qual foi considerado lucro presumido, percebe-se que a participação dos impostos projetados sobre o EBIT varia ao longo dos anos, ficando entre 26,78% e 32,14%, conforme se verifica da tabela abaixo:

Dados CPFL Energia s/ Renováveis			
Dados	EBIT (A)	IR/CSLL (B)	-(B)/(A)
2016	1.663,91	-534,79	32,14%
2017	2.386,92	-709,65	29,73%
2018	2.645,40	-709,99	26,84%
2019	2.939,46	-787,23	26,78%
2020	3.129,66	-903,20	28,86%
2021	3.406,57	-1.014,46	29,78%
2022	3.659,43	-1.108,07	30,28%
2023	4.416,41	-1.346,39	30,49%
2024	4.978,06	-1.540,88	30,95%
2025	5.247,14	-1.643,61	31,32%
Total	34.472,95	-10.298,26	29,87%

95. Por outro lado, no cálculo do WACC utilizado para trazer a valor presente os fluxos de caixa da CPFL Energia sem Renováveis, foi utilizada a taxa de imposto marginal de 34%, conforme se verifica de informação constante das páginas 39 e 83 do Laudo de Avaliação.

96. Sobre esse ponto, entendemos que não é razoável utilizar taxas de imposto diferentes no cálculo dos fluxos de caixa projetados e no cálculo da taxa de desconto a ser utilizada para trazer a valor presente tais fluxos.

(...)

106. Voltando ao caso concreto, entendemos que a exclusão, na seleção de empresas comparáveis, de companhias que possuem porte (bilhões de reais em valor de ativos totais), mercado de atuação (integrada – Geração, Transmissão, Distribuição e Comercialização de energia elétrica) e local de atuação (Brasil) similares aos da CPFL Energia, apenas pelo fato de serem controladas por entes públicos, não se justifica.

107. Há ainda que se pontuar que, assim como a CPFL Energia, existem empresas brasileiras que, além se enquadrarem em todos os critérios acima mencionados, ainda têm suas ações listadas no Ibovespa, o que, em nosso entendimento, dá maior credibilidade ao cálculo de seu valor de mercado, parâmetro que é utilizado no cálculo do múltiplo EV/EBITDA, escolhido pelo Avaliador para realizar a análise de comparação por múltiplos no Laudo de Avaliação."

143. Conforme mencionamos no Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, ***"é importante salientar que as questões destacadas acima não necessariamente esgotam todas as verificações passíveis de serem feitas a respeito do Laudo de Avaliação, de modo que nos atentamos àquelas que se mostraram mais evidentes"***, o que demonstra que o intuito da análise não foi o de corrigir o referido documento, mas simplesmente chegar a uma conclusão sobre sua aptidão para cumprir com o seu papel, qual seja, nos auxiliar na realização do teste de consistência da Demonsração Justificada de Preço.

144. Nesse sentido, a fim de verificar a sensibilidade das premissas acima mencionadas no valor encontrado por meio do Laudo de Avaliação para as Companhias, realizamos algumas simulações de forma a ajustar tais premissas àquilo que entendíamos estar minimamente dentro de uma razoabilidade, de modo que foram realizados os seguintes exercícios:

"111. No que tange ao critério de fluxo de caixa descontado, os ajustes que faremos serão apenas no sentido de:

(i) substituir os fluxos de caixa projetados para os demais anos após 2025 da CPFL Renováveis por um cálculo de perpetuidade com crescimento real igual a zero, ajustando o Capex do fluxo de 2025 utilizado como base para a perpetuidade para igualá-lo à Depreciação daquele mesmo ano;

(ii) refletir o ajuste descrito acima no cálculo dos valores projetados para a CPFL Energia após 2025; e

(iii) ajustar o valor dos impostos considerados no cálculo dos fluxos de caixa projetados até 2025 da CPFL Energia, de modo que o percentual desses valores, desconsiderando aqueles referentes à CPFL Renováveis, passem a representar 34% do EBIT, alinhando assim a alíquota utilizada para projetar os fluxos de caixa da CPFL Energia sem Renováveis, com aquela utilizada no cálculo do WACC usado para trazer tais fluxos a valor presente.

(...)

120. No que se refere ao critério de avaliação por múltiplos constante do Laudo de Avaliação, apenas inseriremos, dentre as empresas selecionadas como comparáveis à CPFL Energia pelo Avaliador, as companhias (i) Cia Energética de Minas Gerais – Cemig, (ii) Cia Paranaense de Energia – Copel, (iii) Equatorial Energia S.A. e (iv) EDP Energias do Brasil, as quais, como demonstramos, são muito similares à CPFL Energia, considerando os aspectos porte, setor de atuação e país de atuação, além de comporem o Ibovespa à época da Transação."

145. O trecho abaixo transcrito do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1 revela os resultados obtidos por meio das simulações realizadas:

"122. Como se percebe, com a correção das inconsistências destacadas na parte inicial da presente seção, o preço por ação a ser atribuído à CPFL Renováveis no âmbito da Transação seria, de acordo com o método do fluxo de caixa descontado, igual a R$ 15,12, enquanto que, de acordo com o método da comparação por múltiplos EV/EBITDA, esse preço seria de R$ 16,02 por ação, o que representa uma diferença com relação ao preço calculado por meio da Demonstração Justificada de Preço apresentada pela Ofertante da ordem de, respectivamente, 24% e 31%."

146. Ademais, ainda que o Avaliador tenha elaborado o Laudo de Avaliação com base em informações disponibilizadas pelas Companhias, entendemos que ele não poderia deixar de avaliar a consistência de tais informações, em linha com a previsão constante do inciso III do Anexo III da Instrução CVM 361 (*"as informações constantes do laudo de avaliação deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada,* ***podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada****, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral.* ***Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as aceitará e utilizará se entender que elas são consistentes****"*).

147. Com base no acima exposto, **ratificamos a conclusão a que chegamos por meio do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1 de que *"o Laudo de Avaliação contém premissas que não consideramos razoáveis, de modo que entendemos não ser possível realizar o teste de consistência do preço calculado por meio da Demonstração Justificada de Preço com base no referido laudo"*, ressaltando nosso entendimento de que essa conclusão foi devidamente embasada e dentro da competência da SRE, uma vez que o Laudo de Avaliação tinha apenas a função de auxiliar esta área técnica na realização do supramencionado teste de consistência, mas não se mostrou apto para tal.**

148. Passemos agora a tecer comentários a respeito dos itens "E. TESTE DA SRE DA DEMONSTRAÇÃO JUSTIFICADA DE PREÇO E INADEQUAÇÃO DAS METODOLOGIAS PROPOSTAS PELA SRE" e "F. CONCLUSÃO – EXTRAPOLAÇÃO DE COMPETÊNCIA DA SRE NA ANÁLISE DO PREÇO" do Recurso.

149. Sobre tais temas, a Recorrente argumentou resumidamente que *"após concluir que o laudo de avaliação não é útil para auxiliar na confirmação da Demonstração Justificada de Preço, a SRE se permite um exercício de avaliação irrestrito, escolhendo seus próprios métodos e premissas (se aproximando do que seria um cálculo de preço*

justo) e indo muito além do que poderia ser classificado como um teste de consistência - sem nunca demonstrar porque a Demonstração Justificada de Preço não é adequada. Além da irregularidade da abordagem, as premissas utilizadas pela SRE em tal esforço apresentam graves deficiências e levam a resultados distorcidos" e *"ao ignorar abertamente o preço contratualmente estabelecido, descartando sem razão a Demonstração Justificada de Preço, propondo um método de avaliação totalmente diferente e arbitrando algo que não tem vínculo com os termos da operação de compra e venda e com o que foi acordado pelas partes, a SRE foi muito além do seu papel legal no presente caso, adotando uma posição que cria grande instabilidade no mercado, viola precedentes relevantes e desconstrói o quadro regulatório definido de forma diligente e deliberada pelo Colegiado da CVM ao longo dos anos."*

150. Primeiramente, cabe lembrar que esta área técnica, no curso da análise do pedido de registro da OPA, elaborou exigências sobre a Demonstração Justificada de Preço, conforme verificamos na parte inicial do presente Memorando, dando a devida oportunidade para que fossem ajustados pela Ofertante as incoerências que ali estavam sendo apontadas.

151. Não obstante, em resposta a tais exigências, houve a preferência por defender o entendimento de que não cabia à CVM entrar no mérito da metodologia utilizada pela Ofertante em tal demonstração, o que, como vimos, não encontra respaldo na regulamentação aplicável, tampouco no papel atribuído à CVM em casos como o ora em análise, conforme se verifica do entendimento de seu Colegiado nos precedentes anteriormente analisados.

152. Dito isso, cabe lembrar então que esta área técnica, após analisar a Demonstração Justificada de Preço e verificar a existência de inconsistências aparentemente sensíveis e materiais à conclusão sobre o preço atribuído à CPFL Renováveis no bojo da Transação, sem a devida disposição da Ofertante em realizar qualquer ajuste em seu âmbito, decidiu, seguindo previsão constante da Instrução CVM 361, solicitar que fosse elaborado laudo de avaliação das Companhias, com o intuito de auxiliar na realização do teste de consistência da referida demonstração.

153. Uma vez que tal laudo de avaliação, após a realização dos exercícios descritos no Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, se mostrou inapto à auxiliar esta área técnica na realização do teste de consistência da Demonstração Justificada de Preço, por conter premissas inconsistentes e afastadas da razoabilidade, buscamos formas alternativas de realizar essa análise, utilizando, em conjunto, uma série 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.

154. Nesse momento, é importante lembrar que a Instrução CVM 361 impõe a apresentação da demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A LSA em operações dessa natureza, e a própria inclusão na referida norma da possibilidade de a CVM solicitar a elaboração de laudo de avaliação em tais casos teve como intuito, como vimos, o auxilio na realização do teste de consistência da referida demonstração, depreendendo-se que **a realização do teste de consistência em questão é dever desta área técnica inerente a qualquer operação de alienação indireta de controle de companhia aberta**.

155. Voltando ao teste de consistência realizado por esta área técnica no presente caso, cabe lembrar que o mesmo se utilizou dos seguintes critérios:

(i) Preço médio ponderado das ações nos 12 meses anteriores à Transação, critério previsto no item XII a) 1. do Anexo III da Instrução CVM 361;

(ii) Preço médio ponderado das ações nos 60 pregões anteriores à Transação, critério previsto no § 2º do art. 30 da Instrução CVM 361;

(iii) Valor do patrimônio líquido disponível à época da Transação;

(iv) Preço alvo divulgado em relatórios elaborados por analistas de mercado que avaliaram as duas Companhias anteriormente à Transação (Itaú BBA, Morgan Stanley e BTG Pactual); e

(v) Proporção de EBITDA das duas Companhias constante do orçamento aprovado por seus conselhos de administração disponível à época da Transação (dados referentes aos anos de 2016 a 2020).

156. Como se percebe, não houve por parte desta área técnica a preferência por um ou outro critério nessa análise, mas sim a tentativa de considerar o maior número possível de critérios, ainda que a escolha por um método específico estivesse dentro da competência da CVM em situações excepcionais como a que ocorre no presente caso, conforme pontuou em seu voto a Diretora Relatora do precedente da OPA por alienação de controle indireta de Arcelor Brasil S.A. (decisão datada de 21/03/2007 - Processo CVM nº RJ-2007-1996), nos seguintes termos:

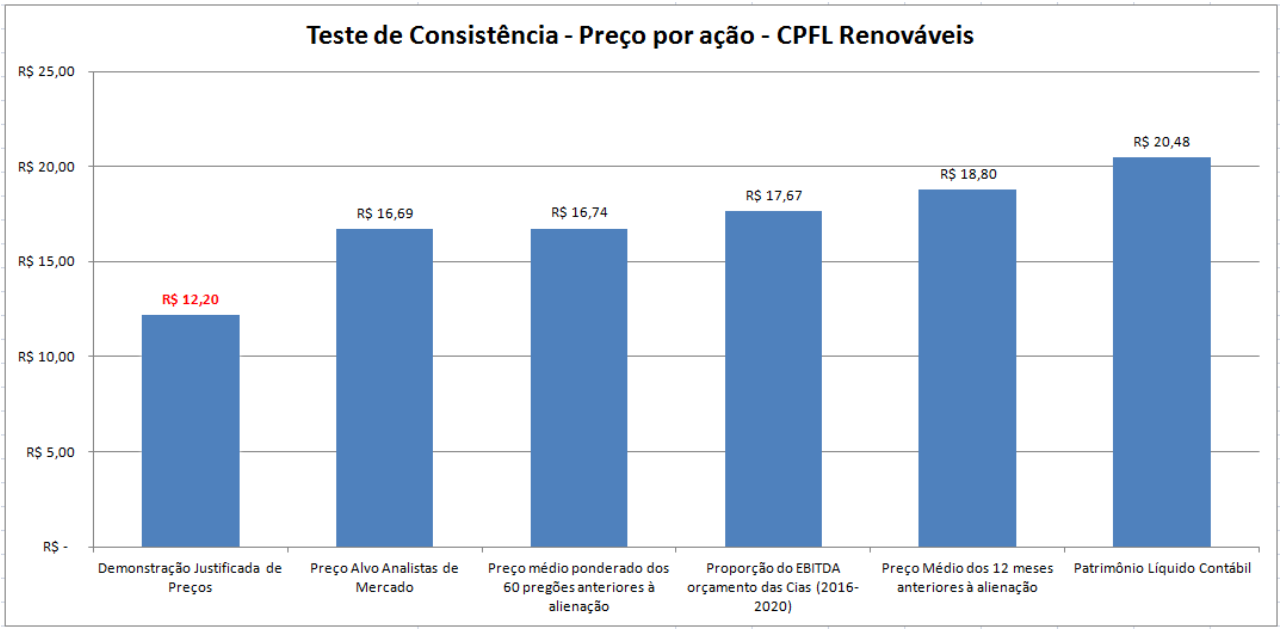
> *"8. De acordo com o que estabelece a lei, o preço a ser ofertado pelo adquirente do controle na oferta pública por alienação de controle deve ter como referência o valor pago ao vendedor no negócio de alienação. Especificamente neste caso, também é o que dispõe o estatuto social da Arcelor Brasil, ao assegurar aos demais acionistas tratamento igualitário ao que tiver sido obtido pelo(s) alienante(s). Portanto, **como regra geral e em princípio**, ao contrário do que afirmou a SRE, **julgo que a CVM não tem poderes que lhe permitam definir a metodologia a ser usada na determinação desse preço**, mesmo em alienações indiretas de controle.*
>
> *9. **A situação excepcional que pode lhe conferir esse poder é aquela em que não existam evidências que considere razoáveis sobre a forma de precificação de cada sociedade controlada na operação de aquisição do controle da controladora. Mais concretamente, sobre o valor atribuído às ações da controlada no negócio, visando a garantir tratamento igualitário aos acionistas dessa companhia.**"* (grifos nossos)

157. A despeito de reconhecermos que os critérios utilizados nessa análise, assim como qualquer critério utilizado em avaliação de empresas, possam ter suas fragilidades[23], entendemos que isso não comprometeu o trabalho realizado no caso concreto, uma vez que o principal objetivo foi o de obter a relação entre o valor das Companhias, de modo que eventual deficiência que pudesse ser observada na aplicação de cada um dos referidos critérios estaria presente na avaliação de ambas as companhias, o que, para efeito de cálculo de uma relação entre elas, tal deficiência tenderia a ser minimizada.

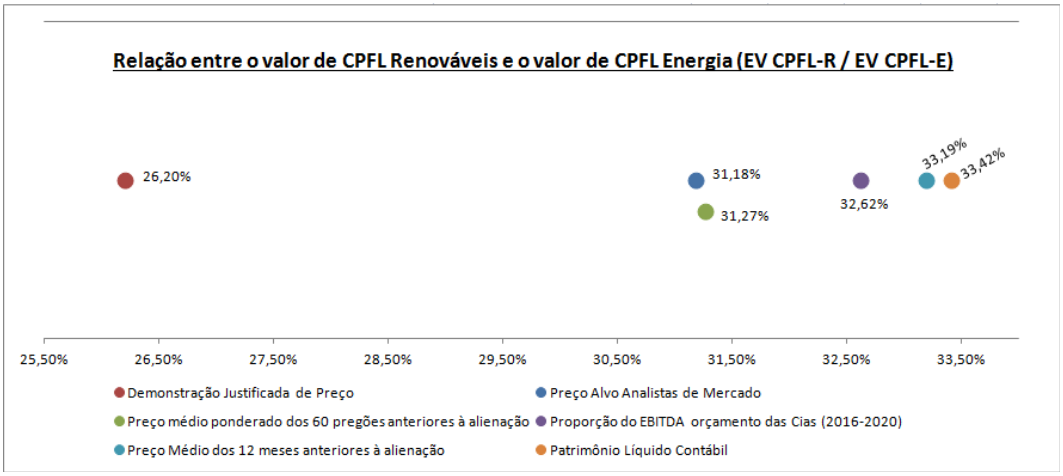
158. Ademais, como as eventuais fragilidades de cada critério utilizado são de naturezas diferentes, entendemos que, caso os resultados obtidos ainda assim apontassem para uma mesma direção, a análise teria significância para efeito do teste de consistência que se propôs realizar.

159. Cabe mencionar ainda que o cálculo que realizamos utilizando a proporção do EBITDA das duas Companhias constante do orçamento aprovado por seus conselhos de administração, apesar da similaridade metodológica com aquele utilizado pela Ofertante na Demonstração Justiuficada de Preço, mitigou os problemas apontados por nós na análise do referido documento, uma vez que, ao considerar dados de EBITDA de 5 anos para frente, captura melhor eventuais diferenças entre as Companhias que se refletem em seus fluxos de caixa ao longo do tempo, além de considerar dados prospectivos das mesmas à época da Transação, o que está melhor alinhado com a visão comumente empregada em avaliação de ativos.

160. Dito isso, cabe lembrar que por meio dos critérios acima mencionados, calculamos a relação entre a CPFL Renováveis e a CPFL Energia, e consequentemente qual seria o preço da Oferta, resultante dessa relação, que reflete o tratamento igualitário previsto na regulamentação aplicável, exercício que foi detalhadamente exposto nos parágrafos 138 a 146 do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1, cujo resultado se resume nos dados expostos no gráfico abaixo:



161. Ademais, vale observar com atenção o gráfico abaixo, que resume a proporção entre o valor das duas Companhias (EV de CPFL Renováveis / EV de CPFL Energia) resultante da aplicação de cada um dos critérios utilizados por nós, permitindo a comparação dos resultados obtidos com a relação entre o valor das Companhias utilizado na Demonstração Justificada de Preço:



162. Como se percebe, tanto em termos de preço, quanto em termos de relação entre as duas Companhias, o que está sendo proposto pela Ofertante no âmbito da OPA encontra-se consideravelmente distante do resultado que obtivemos com os critérios utilizados no teste de consistência da Demonstração Justificada de Preço.

163. Diante desse fato, e considerando que já havíamos esgotado a fase de interlocução com a Ofertante no curso da análise do pedido de registro da OPA, sem que tenha sido realizado qualquer ajuste relacionado às preocupações expressamente comunicadas por esta área técnica, entendemos que o mais plausível seria exigir que o preço da Oferta fosse ajustado de forma a no mínimo se situar entre os preços resultantes dos critérios isentos acima citados.

164. Com base no exposto, ratificamos nosso entendimento de que **esta área técnica atuou dentro da competência delegada à CVM ao realizar o teste de consistência acima descrito, 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**.

VI. Conclusão

165. 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 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, deve ser cumprida pela Ofertante, 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 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 6.404/76, ou de até 100%, como estabelece o Regulamento do Novo Mercado da B3;

(ii) a Demonstração Justificada de Preço 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 Renováveis 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 por esta área técnica na realização do teste de consistência, conforme concluímos por meio do Relatório nº 6/2018-CVM/SRE/GER-1;

(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 Demonstração Justificada de Preço 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 esta área técnica na realização do supramencionado teste de consistência, mas não se mostrou apto para tal; e

(iv) esta área técnica atuou dentro da competência delegada à CVM ao realizar o teste de consistência da Demonstração Justificada de Preço, 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.

[1] Aswath Damodaran - Finanças Corporativas, Teoria e Prática, 2ª Edição.

[2] Valor referente à informação mais atualizada disponível.

[3] Valor referente à informação mais atualizada disponível.

[4] Como exemplo de repercussão no mercado, veja: http://www.valor.com.br/empresas/5339251/caso-cpfl-pode-definir-novo-limite-de-atuacao-para-cvm.

[5] De acordo com o adendo ao parecer da Sra. Maria Helena Santana: "9. *Para casos como o da OPA da Renováveis, existem precedentes da CVM que definiram clara jurisprudência quanto a seus poderes, e aos limites a esses poderes, na aplicação da lei e da regulação pertinentes. Não se trata de caso inédito, com características que nunca tenham sido analisadas pelo Colegiado, mas sim de um que se compara diretamente a outras OPA por alienação de controle indireto já registradas, e nas quais o Colegiado emitiu sinalização explícita quanto ao seu entendimento sobre os deveres e os limites à atuação da CVM no registro dessas operações."*

[6] A Sra. Maria Helena Santana descreve no adendo ao seu parecer o problema com essa abordagem: *"38. A SRE, ao analisar e questionar exaustivamente premissas e critérios utilizados no laudo apresentado pela Ofertante, menciona decisão da CVM de 01/03/2016 como argumento favorável à sua visão sobre a inadequação de determinada metodologia de avaliação adotada pelo avaliador. No entanto, a decisão do Colegiado em questão trata do atendimento aos requisitos da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro, a ser realizada portanto a preço justo. (...) 40. Entendo que não é possível utilizar aquela decisão como baliza para o presente caso, como fez a SRE, e assim justificar o raciocínio que levou a área técnica a escolher ela própria as metodologias e os critérios de cálculo mais adequados."*

[7] Parecer da Sra. Maria Helena Santana, página 8.

[8] Deve-se também levar em conta as circunstâncias excepcionais do caso Arcelor, em que o preço da subsidiária indireta não foi contratualmente estabelecido e no qual muitas das questões discutidas eram novidade. No caso em tela, todas as condições definidas precisamente pelo caso Arcelor foram totalmente cumpridas. É incrível que voltemos a examinar os mesmos problemas amplamente definidos no precedente principal sobre o assunto.

[9] Com relação a este voto, a Sra. Luciana Dias assinala no adendo ao seu parecer uma das muitas contradições do SRE: "60. Neste ponto cabe notar que há certa incoerência na postura adotada pela SRE ao, de um lado, se ancorar no voto proferido pelo Diretor Marcos Pinto no Caso Ipiranga para basear o seu entendimento de que "não poderia ser conferida importância nem credibilidade excessivas" ao preço estabelecido no contrato celebrado entre o vendedor e o comprador para a Subsidiária, mas, de outro, desconsiderar a orientação desse mesmo voto sobre os limites de atuação da CVM acerca dos laudos de avaliação apresentados no âmbito de ofertas públicas por alienação de controle, como é o caso ora analisado."

[10] Luciana Dias, ex-Diretora da CVM, nas páginas 31-32 de seu parecer.

[11] Em nota de rodapé relativa a tal trecho, a Sra. Maria Helena Santana aprofunda seu ponto: *"Fica claro que o recurso ao Colegiado discutia pontos relativos aos laudos de avaliação, e não ao contrato da transação: "1.3 O recurso requer à CVM que: i. determine a revisão do laudo de avaliação de CBPI e, por consequência, dos laudos de avaliação de RPI e DPPI, pois o primeiro laudo apresenta erros técnicos; e ii. determine que se retirem do laudo de avaliação os trechos referentes à avaliação da Ultrapar, ou que se insira, no edital da OPA, declaração de que a CVM não examinou a avaliação de Ultrapar." A propósito, contrariamente à escolha regulatória feita pela SRE no presente processo de registro de OPA, o mesmo Diretor opina em seu voto: "3.7 No processo de registro de uma oferta do art. 254-A, não cabe à CVM fazer uma revisão exaustiva do laudo de avaliação. É claro que erros técnicos claros podem ser apontados e devem ser corrigidos. Todavia, questões que dependem de investigação mais profunda, assim como aspectos subjetivos da avaliação, não podem ser apreciados no âmbito do processo de registro."*

[12] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 2ª Edição revista e ampliada – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Pgs. 332-333.

[13] Como mencionado em nossas respostas anteriores, dois dos três analistas de pesquisa de equidade que prepararam os relatórios de cobertura de abertura da companhia no momento do IPO não consideraram em seus modelos e projeções novos projetos.

[14] No item B de seu adendo à opinião, a Sra. Ana Novaes ainda apoia a não inclusão de resultados prospectivos: *"Assim, tendo em vista que o avaliador não tem como inserir no modelo de fluxo de caixa projetos inexistentes no portfólio ou presumir a renovação de concessões que foram totalmente depreciadas, entendo que a premissa sobre o crescimento das companhias bem como as demais premissas utilizadas pelo avaliador são razoáveis e apropriadas tanto para a CPFL-E quanto para a CPFL-R."*

[15] Conforme informado à SRE em um das cartas da Ofertante, a CPFL Renováveis atualmente carece da capacidade financeira: sua Dívida Líquida / EBITDA era de 5,0x até dezembro de 2016 e deve ser reduzida para menos de 3,75x até 2020, conforme exigido por seus contratos de financiamento.

[16] Damodaram, Aswath. Investment Valuation (Second Edition). New York: John Wiley & Sons, Inc.; 2002, página 18.

[17] Como um exemplo, o tratamento do valor terminal foi fornecido pela administração das companhias.

[18] Deve-se notar a confusão da SRE ao alegar que o método do EBITDA proporcional aplicado não levava em consideração as diferenças entre as companhias. Por um lado, conforme demonstrado acima, solicitou incorretamente tratamentos diferentes quando não era necessário. Neste caso, por outro lado, a SRE requer um tipo de diferenciação que vai contra a prática do mercado.

[19] Note que a CVM já aceitou tal presunção antes: (i) Companhia Energética do Ceará – Coelce ("Coelce") – laudo de avaliação preparado pela PricewaterhouseCoopers Corporate Finance & Recovery Ltda. ("PwC") (2014), (ii) Ampla Energia e Serviços S.A. – laudo de avaliação elaborado pela PwC (2011); (iii) Coelce – laudo de avaliação preparado pela PwC (2011); e (iv) AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A. – laudo de avalição preparado pelo Banco Pactual (2004).

[20] Voto da Diretora Maria Helena Santana no Processo CVM nº RJ2007/1996: *" 40. Para admitir-se, como regra de ouro, que o preço que garantirá tratamento igualitário aos acionistas da companhia controlada, numa operação de transferência do controle indireto, será aquele baseado no prêmio pago em relação ao preço de mercado, deve-se pensar nas implicações dessa escolha em qualquer circunstância. Por exemplo, pode evidentemente ocorrer o caso em que a controladora esteja super-avaliada no mercado, o que faria resultar em um prêmio reduzido ou inexistente na oferta. Enquanto isso, por outro lado, poderia a controlada estar cotada no mercado secundário a preços que a sub-avaliassem em comparação às demais integrantes da carteira da controladora, resultando esse critério num preço aos seus acionistas desproporcional ao efetivo valor por ela representado. 41. Em operações de venda do controle indireto, e na ausência de documentos que demonstrem justificadamente a contribuição da controlada para o total do negócio, a proporção entre valores de mercado não pode ser considerado o único método capaz de assegurar tratamento igualitário. Diria até que estará mais apto a garantir um tratamento eqüitativo aos acionistas da controlada um critério que se baseie no valor econômico, nos fundamentos das companhias"*.

[21] Excluindo a negociação de 12 de maio de 2016 de 13.107.700 ações (cerca de R$ 170,1 MM), um volume muito superior ao volume médio de negociação das ações.

[22] Considerando o valor original da Ofertas de R$12,20 por ação, antes de ajuste pela SELIC.

[23] Cotações em bolsa: falta de liquidez na CPFL Renováveis; Patrimônio Líquido: Ativos contabilizados por valores que não necessariamente refletem o valor econômico; Preço Alvo de analistas de mercado: avaliações divergentes, passíveis de erro; Proporção do EBITDA das Companhias no orçamento aprovado por seus conselhos de administração: passíveis de erro.

Atenciosamente,

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros-1

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 **Raul de Campos Cordeiro**, **Gerente**, em 21/03/2018, às 16:35, 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 21/03/2018, às 16:45, 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 21/03/2018, às 20:06, 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 **0467171** e o código CRC **76E7FB44**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0467171** and the "Código CRC" **76E7FB44**.*

Referência: Processo nº 19957.001656/2017-25 Documento SEI nº 0467171