COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Processo CVM nº 19957.001656/2017-25

Reg. Col. nº 1000/18

Interessado: State Grid Brazil Power Participações S.A.

Assunto: Recurso contra decisão da SRE – OPA por alienação de controle de CPFL Energias Renováveis S.A.

Relator: SRE/GER-1

Manifestação de Voto

I. Delimitação da Controvérsia.

1. Conforme o Memorando nº 17/2018-CVM/SRE/GER-1 ("Memorando SRE"), a área técnica da CVM entendeu, após ter analisado a documentação pertinente ao pedido de registro da oferta por alienação indireta de controle da CPFL Energias Renováveis S.A. ("CPFL-R" ou "Companhia") e considerado as razões apresentadas pela State Grid Brazil Power Participações S.A. ("Recorrente" ou "Ofertante") e pelos acionistas minoritários ("Minoritários")[1], que dito registro não poderia ser concedido sem que antes houvesse a "*reapresentação de sua documentação com a elevação do preço da OPA para no mínimo R$ 16,69 por ação*". A decisão da área técnica se amparou nas seguintes conclusões:

> "*(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."

2. Como o entendimento da SRE não acolheu os argumentos apresentados em pedido de reconsideração feito pela Ofertante em 07.03.18, tal pedido foi encaminhado ao Colegiado como Recurso. Na Reunião do Colegiado realizada em 22.03.18, após detalhada exposição realizada pela SRE a respeito do assunto, entendi, juntamente com os Diretores presentes, que nossa deliberação sobre tal recurso demandaria maior reflexão.

3. Afinal, a resolução da controvérsia impõe o enfrentamento de questões complexas a respeito dos limites e possibilidades da atuação da CVM no âmbito do processo de registro de uma OPA por alienação indireta de controle, matéria examinada por este Colegiado em poucas oportunidades[2]. E além dessas questões mais abrangentes e que tocam a qualquer processo de registro de OPA por alienação indireta, há também questões específicas, pertinentes a determinados aspectos da metodologia aplicada na demonstração justificada de preço submetida pela Ofertante ("DJP") que foram questionados pela área técnica.

II. O Papel da CVM no Âmbito do Registro da OPA.

4. Conforme mencionei acima, trata-se aqui de controvérsia surgida no âmbito de um processo de registro de OPA por alienação indireta de controle. Assim sendo, o papel da CVM, por meio da SRE, é o de analisar as informações submetidas pela Ofertante, ou em seu nome, para fins de obtenção do registro da oferta obrigatória.

5. A leitura dos dispositivos legais aplicáveis[3] deixa claro que o objetivo da OPA exigida como condição suspensiva ou resolutiva para a contratação de negócio de transferência de controle de companhia aberta é bem delimitado: assegurar, aos titulares de ações ordinárias, a oportunidade de também alienar suas ações por preço que guarde determinada relação de correspondência com aquele praticado entre as partes contratantes de compra e venda de ações integrantes do controle acionário.

6. Digo "*determinada relação de correspondência*" porque o preço por ação a ser oferecido aos destinatários da OPA por alienação indireta de controle, assim como ocorre no caso de alienação direta, será definido em função daquele praticado entre as partes contratantes da compra e venda de ações do bloco de controle.

7. Assim é que, se o *caput* do art. 254-A estabelece um piso de 80% (oitenta por cento), existe a possibilidade de o estatuto social da companhia prever percentual superior. É o que ocorre no caso da CPFL-R, que, por se tratar de companhia integrante do segmento de listagem do Novo Mercado, se sujeita à obrigação de assegurar aos seus acionistas o mesmo direito previsto no art. 254-A da Lei das S.A., seja em hipótese de alienação direta, seja de alienação indireta, do controle acionário. E, indo além do que prevê o dispositivo legal, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado determina que seja concedido aos demais acionistas tratamento igualitário em relação àquele dispensado ao alienante das ações representativas do controle[4].

8. Ora, quando a OPA decorre de uma alienação direta de controle, a concessão de tratamento igualitário é medida de execução mais simples. Verifica-se o preço por ação praticado na operação de compra e venda do controle da própria companhia e se adota na OPA tal preço, seja "cheio", seja reduzido a até 80%.

9. Já em caso de OPA exigida como requisito para a conclusão de alienação indireta de controle, o atendimento à exigência de tratamento igualitário não se afigura trivial. Há que se partir do entendimento de que o princípio é o mesmo que se aplica à hipótese de OPA por alienação direta de controle: os acionistas minoritários deverão receber, por meio da OPA, a oportunidade de alienar suas ações ao ofertante pelo mesmo preço[5] praticado na venda do bloco de controle.

10. Desse modo, a identificação da parte do preço global pago ao alienante do controle que corresponde à companhia controlada – aquela que teve seu controle indiretamente alienado - é medida necessária para aferição do tratamento igualitário. Tal parcela corresponderá ao montante recebido pelo alienante por aquele componente do negócio adquirido, e determinará o valor a ser praticado na OPA por alienação indireta.

11. Não é aceitável, portanto, que se procure definir o preço dessa OPA de forma desvinculada do negócio original de compra e venda de controle, até porque o preço a ser praticado na OPA deverá refletir igualdade de tratamento em relação ao alienante das ações do controle. Desta forma, qualquer oposição ao preço oferecido na OPA puramente com base em percepções distintas do valor justo da companhia controlada poderá até ser considerada, mas não terá, necessariamente, função relevante na avaliação que realmente importa neste caso, que é a de determinação do valor de uma companhia (controlada) em relação ao de outra (controladora), a partir dos termos observados na contratação da compra e venda do controle.

12. Situação distinta ocorre, por exemplo, na determinação do preço de emissão de ações, caso em que a preocupação do legislador foi evitar a diluição injustificada dos acionistas antigos em caso de aumento de capital mediante subscrição de ações. Por isso, a lei societária determina a fixação do preço de emissão pelo valor econômico, calculado de acordo com a utilização isolada ou cumulativa de critérios previstos no art. 170 § 1º. Já no caso presente, a compra e venda das ações da controladora é não apenas a causa da realização da OPA mas também onde se encontrarão elementos necessários para a determinação do cálculo do preço a ser adotado.

13. Nessa linha se manifestou a então Presidente da CVM, Maria Helena Santana, em sua declaração de voto proferida no Processo CVM RJ 2008/252 ("Caso Millenium"), em que, ao acompanhar o voto do relator, afirmou: "... *deve ser dito que na OPA por alienação de controle,*

diferentemente do que foi alegado no recurso, não se aplica o conceito de preço justo, previsto no §4º do art. 4º da Lei das S.A. Nestes casos, é devido aos acionistas da companhia cujo controle foi alienado o preço previsto no art. 254-A, de no mínimo 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle." (grifou-se)

14. É natural que o preço por ação adotado na compra e venda do controle não seja idêntico ao preço praticado na OPA por alienação indireta. Como se sabe, o preço pago na operação de compra e venda tem como ponto de partida uma avaliação prévia feita pelo comprador, com base em metodologia que lhe pareceu razoável, e passa por ajustes naturais resultantes da livre negociação encetada com o alienante.

15. Por vezes se revelará difícil a tarefa de destacar, do preço global, a parcela correspondente a uma dada companhia controlada. No caso em discussão, há que se somar, ainda, o fato de que a CPFL Energia S.A. ("CPFL Energia") controla diretamente, além da CPFL-R, outras 18 (dezoito) companhias, tornando ainda mais complexa tal tarefa.

16. A CVM fez prever, em dispositivo da ICVM 361/02, mecanismo destinado a municiá-la de forma adequada para a realização de teste de consistência das informações submetidas no âmbito do pedido de registro da OPA por alienação indireta[6], consistente na exigência de apresentação de demonstração justificada da forma de cálculo do preço correspondente à alienação do controle da companhia objeto e na possibilidade de solicitação de laudo de avaliação da companhia objeto.

17. No Processo CVM nº RJ 2007/1996 ("Caso Arcelor"), o então Presidente Marcelo Trindade fez declaração de voto em separado em que afirmou:

> "*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.*"

18. Ao contrário do que se poderia inferir de uma leitura isolada do trecho acima, sem o devido exame do inteiro teor da declaração de voto, não me parece se tratar de uma defesa da

suficiência da menção do preço "*correspondente às ações da controlada indireta*" em dispositivo do contrato de compra e venda para fins de demonstração exigida pelo art. 29 § 6º, I da ICVM 361/02.

19. Em primeiro lugar, porque, como afirmado na própria declaração[7], a regra geral enunciada quedaria frustrada na hipótese de fraude ou outro expediente ilegal utilizado com o propósito de reduzir a parcela do preço indicado como sendo correspondente à companhia controlada indireta.

20. Em segundo lugar, porque sendo o contrato de compra e venda de ações negociado entre alienante e adquirente, não se pode vislumbrar especial interesse de parte do alienante na discussão dos termos de um dispositivo que serve apenas para mencionar a parcela do preço global correspondente à controlada cujo controle se transfere indiretamente. Aliás, a posição do alienante foi bem caracterizada em voto do então Diretor Marcos Pinto no Processo CVM nº RJ 2007/11573, que tratou da OPA por alienação de controle de Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga ("Caso Ipiranga"):

> "*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.*"

21. Tipicamente, o alienante se preocupará em definir o preço global a lhe ser pago, a forma de pagamento e, se for o caso, os fatores que poderão afetar o valor ou a forma de pagamento. Diversa é a posição do adquirente, que estará obrigado a realizar a OPA em termos econômicos que resultarão diretamente do valor atribuído à controlada indireta.

22. De todo modo, qualquer que seja a forma de demonstração da parcela do preço global de compra atribuída à controlada indireta, é necessário que sua razoabilidade possa ser demonstrável de forma consistente do ponto de vista técnico. Volto, uma vez mais, à declaração de voto do então Presidente Marcelo Trindade no Caso Arcelor, que é concluída com uma orientação dividida em cinco itens. O item (ii) tem a seguinte dicção:

> "*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;" (grifou-se)

23. Antes que se diga que o trecho acima transcrito também informa que o preço resultante dos documentos ali mencionados deve ser aceito pela CVM "*salvo prova definitiva da existência de parcela adicional de preço não indicada*", alerto para a necessidade de se considerar a citada declaração em sua plenitude, de forma a podermos extrair-lhe o sentido de forma adequada. Não pode haver dúvida quanto a que, segundo a orientação acima referida, para ser fonte informativa do preço correspondente à companhia controlada, o documento deve, necessariamente, permitir uma comprovação com razoabilidade.

24. Não vejo, portanto, como atribuir papel determinante à menção contratual do preço correspondente à companhia controlada indireta – neste caso, a CPFL-R. Trata-se, sem dúvida, de um elemento que deve ser levado em conta pela área técnica da CVM em seu trabalho de análise do processo de registro da OPA. Porém, isso deve necessariamente ser feito em conjunto com a demonstração justificada de preço requerida pela ICVM 361/02, a qual representa o principal elemento de formação da convicção da área técnica e, quando for o caso, do Colegiado, sendo secundários tanto a menção em instrumento contratual quanto o laudo de avaliação.

25. A razão de ser da exigência de apresentação de demonstração justificada de preço não poderia ter sido outra além da concessão, à CVM, de meios substanciais para aferir o adequado cumprimento, por parte da ofertante, de obrigação de base legal, regulamentar e estatutária. Não há exigência de previsão em instrumento contratual nem tampouco de laudo de avaliação (neste caso, há apenas a faculdade de a CVM o requerer).

26. E a possibilidade de a CVM requerer a apresentação de laudo de avaliação me parece claro indicativo de que a análise da demonstração justificada de preço deve ser considerada como mais que um requisito formal a ser atendido pela ofertante e que, portanto, a análise das informações constantes na DJP terá o grau de profundidade necessário para que a área técnica (e mesmo o Colegiado, se for o caso) possa formar sua convicção quanto à razoabilidade daquilo que o documento pretende demonstrar: a parcela do preço de compra correspondente à companhia cujo controle se transfere indiretamente, a reboque de operação de compra e venda de controle de sua controladora.

27. Me parece induvidoso que, se cabe à CVM, no âmbito de sua análise do pedido de registro da OPA, avaliar uma demonstração justificada de preço correspondente à companhia controlada, a autarquia deverá atuar conforme julgue necessário e suficiente para determinar, ao final, se o documento (a DJP) serve como justificativa razoável para o preço que a ofertante pretende apresentar na OPA. O exame do conteúdo da justificativa deve ser criterioso e permitir à CVM que confirme que o ofertante se desincumbiu de comprovar a plausibilidade daquilo que pretendia, ou seja, que a parcela do preço global correspondente à controlada corresponderia a montante que poderia resultar da aplicação de parâmetros de avaliação minimamente respaldados pela prática adotada pelas instituições avaliadoras.

28. Uma verificação meramente superficial da DJP daria margem a consequências graves, sendo a primeira delas o risco de a CVM expedir a autorização de que trata o art. 254-A § 2º sem elementos de convicção suficientes.

29. O Caso Arcelor contém importante lição nesse sentido, que está bem sintetizada na ata da Reunião do Colegiado da CVM em que foi tomada a respectiva deliberação: "...*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 6404/76, devido por força da alienação do controle da companhia objeto*', a que se refere o § 6º do art. 29 da Instrução CVM 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.*" (grifou-se)

30. Seguindo essa linha, o já citado art. 29 § 6º, II faculta à CVM requerer do adquirente do controle (e futuro ofertante) um laudo de avaliação da companhia objeto – o que, aliás, foi requerido neste caso.

31. Como afirmei acima, me parece que a possibilidade de a CVM requerer o laudo demonstra que sua análise da demonstração justificada de preço não será, nem poderá ser meramente formal. Se assim fosse, não lhe seria facultado pedir ainda mais elementos, detalhadamente expostos no laudo de avaliação, para considerar em sua análise[8].

32. E novamente recorro ao Caso Arcelor, para dele extrair trecho de voto da Relatora, a então Diretora Maria Helena Santana, que sintetizou de forma inequívoca o papel da CVM na avaliação da DJP:

> "*A Instrução CVM nº 361/02 estabelece, em seu art. 29, § 6º (9), 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*." (grifou-se)

33. E este deve ser o limite da atuação da CVM na análise da DJP. Ou seja, qualquer consideração que vá além da verificação da existência da DJP e de sua razoabilidade, demonstrável pelo correto emprego de técnicas e parâmetros adotados em mercado, estará além do escopo da tutela permitida à CVM. No caso sob discussão, este entendimento tem consequências importantes.

34. A primeira é que a CVM não pode rejeitar uma técnica de avaliação por não ser aquela que entende preferível ou mesmo que seja a que verifica ser utilizada com maior frequência. Escolhida uma técnica, uma metodologia que não seja mera criação da ofertante, que não seja exótica nem incoerente com o método de avaliação que subsidiou o processo de negociação entre as partes, caberá à CVM avaliar a DJP sob o prisma apresentado pelo ofertante, mas com plena autoridade para requerer os ajustes necessários a garantir a consistência do processo de cálculo do preço.

35. E não poderia ser de outra forma, dadas as diversas técnicas de avaliação desenvolvidas com base em sólida fundamentação. E, conforme ensinamento clássico na doutrina da avaliação de ativos[9], sempre haverá uma componente de incerteza quando se trata de avaliação, e mesmo a melhor avaliação que se possa realizar reflete determinada margem de erro. A incerteza pode derivar de uma série de fatores, que vão desde a imprecisa inserção dos dados colhidos nos modelos utilizados até questões específicas relacionadas ao desempenho da empresa avaliada e do comportamento do ambiente macroeconômico.

36. Portanto, ausente uma metodologia única ou pacificamente reconhecida como sendo a mais adequada para ser empregada em avaliação de empresas, cabe presumir que a escolha feita pelo ofertante foi legítima, e verificar se a metodologia escolhida é coerente com o método de

avaliação considerado no curso da negociação entre as partes (como examinado adiante neste voto) e, ainda, se o seu uso se deu de acordo com a boa técnica.

37. A segunda consequência é que não cabe à CVM se substituir ao ofertante na tarefa de determinação do valor, ou mesmo de uma faixa de valor, a ser utilizado na OPA por alienação indireta. Nada na lei ou mesmo na regulamentação aplicável autoriza a autarquia a tanto. É larga a distância entre uma verificação de consistência da demonstração justificada do cálculo do preço da oferta e a determinação do preço em si, e não vejo como sequer encurtar tal distância sem incorrer em indevida interferência na esfera privada sem a necessária previsão em norma.

III. A Demonstração Justificada de Preço

38. Uma vez delimitados os termos da controvérsia e afirmado o papel da CVM de analisar os termos da DJP com a profundidade que entender suficiente para poder formar sua convicção, cabe adentrar em alguns pontos suscitados ao longo da discussão sobre os parâmetros adotados na DJP pela Ofertante.

39. Como já reconhecido pelo Colegiado anteriormente, são admissíveis diferentes técnicas para se calcular o valor de uma companhia, não havendo, portanto, metodologia única que se aplique irrestritamente a quaisquer transações[10]. Daí a relevância da DJP, que tem, nos casos de alienações indiretas de controle, justamente o papel de demonstrar ao regulador a adequação da metodologia escolhida, a partir da abertura detalhada de informações relativas ao caminho encontrado pelo ofertante para chegar ao preço correspondente à alienação indireta.

40. No caso concreto, houve expressa menção pela Ofertante em sua justificativa ao fato de o preço de compra das ações da CPFL Energia ter sido "*negociado no contexto de uma transação privada entre duas partes independentes (...), e leva*[do] *em consideração que as ações da CPFL Energia são negociadas no Novo Mercado da BM&FBovespa e na Bolsa de Valores de Nova York*", tendo portanto considerado a cotação das ações da CPFL Energia como uma "*referência válida*" para encontrar o valor da companhia.

41. Em seguida, "*a fim de verificar a consistência do preço avaliado*", a Ofertante optou por realizar uma análise relativa de múltiplos, na qual verificou que, tomando-se por base o preço ofertado, o múltiplo EV/EBITDA correspondente seria equivalente a 11,5x, que considerou condizente com a prática de mercado em transações de fusões e aquisições no setor de energia realizadas entre 2013 e 2015 em diversos mercados.

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

43. Entretanto, trata o presente caso de uma oferta por alienação indireta de controle, de modo que deve o ofertante também demonstrar que o preço oferecido aos minoritários da controlada guarda a devida relação com o valor pago pelas ações de emissão da controladora, assegurando-lhes a igualdade de tratamento legalmente exigida.

44. Nesse sentido, entendo que a maneira mais objetiva de se realizar tal demonstração - e menos suscetível a contestações - seria através da utilização dos mesmos critérios de avaliação tanto para a controladora quanto para a controlada. Retorno mais uma vez ao voto da então Diretora Maria Helena Santana no Caso Arcelor:

> "*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***." (grifou-se)

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

46. Entretanto, alega a Ofertante não ser possível utilizar o mesmo parâmetro como referência para ambas as companhias, dada a limitada liquidez das ações da CPFL-R, o que descaracterizaria a cotação da ação em bolsa como uma "*referência de valor de mercado apropriada*".

47. E partindo dessa alegação, opta por calcular o preço da CPFL-R a partir da proporção do EBITDA da controlada na controladora nos quatro trimestres anteriores ao anúncio da aquisição, aplicando, como no caso da controladora, uma análise de múltiplo EV/EBITDA a fim de verificar a consistência do preço ofertado e chegando a um resultado de 11,3x – próximo ao múltiplo derivado da controladora e, portanto, dentro das referências obtidas de transações equivalentes.

48. A análise, contudo, é mais complexa do que pode parecer à primeira vista, tendo sido a opção feita pela Recorrente contestada pela área técnica nos seguintes aspectos:

(i) Periodicidade dos dados utilizados: trimestrais x anuais

49. Alega a área técnica que o uso de dados trimestrais de EBITDA sujeita a análise à interferência de possíveis efeitos sazonais, que poderiam ser mitigados houvesse a Ofertante optado pela utilização de dados anuais em sua avaliação. O impacto desta alteração pode ser verificado no quadro abaixo:

EBITDA R$ milhões	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	Média Trimestres	Acumulado 12 meses
CPFL Energia (CPFL-E)	692,5	1.080,3	1.005,0	947,4		3.725,2
CPFL Renováveis (CPFL-R)	155,9	295,8	372,1	167,7		991,5
Proporção (CPFL-R/CPFL-E)	**22,5%**	**27,4%**	**37,0%**	**17,7%**	**26,2%**	**26,6%**

50. De fato, a crítica formulada pela SRE parece pertinente, pois o emprego da média simples dos quatros trimestres não captura corretamente a proporção entre o EBTIDA da CPFL-R e o EBTIDA da CPFL Energia nos últimos 12 meses. Sendo esse o escopo do método, mostra-se mais congruente utilizar os dados consolidados de todo o período, eliminando-se, desse modo, eventual sazonalidade existente entre os diferentes trimestres. Esse problema, conforme indicado pela SRE, pode ser resolvido mediante a consolidação dos dados trimestrais previamente ao cálculo da proporção, em substituição à média simples dos quatro trimestres empregada pela Ofertante, conforme sugerido pela SRE.

51. De qualquer forma, a mera utilização do EBITDA acumulado em 12 meses não é suficiente para solucionar a segunda inconsistência apontada na DJP pela SRE, qual seja, o fato de a metodologia utilizada não refletir as diferenças existentes entre as companhias, em especial em relação a suas taxas de crescimento de EBITDA.

(ii) Não incorporação de diferenças fundamentais entre as companhias, inclusive quanto a expectativas futuras de EBITDA.

52. A questão se coloca pois, ao optar por calcular o valor da controlada com base na proporção de seu EBITDA no EBITDA da controladora, a Ofertante presumiu que (i) as companhias são de fato perfeitamente comparáveis e (ii) o período escolhido reflete adequadamente o padrão de geração operacional de caixa das duas companhias.

53. Em relação à comparabilidade das companhias, não se pode ignorar que, embora ambas integrem o setor de energia em seu sentido amplo, possuem ramos de atuação distintos, com consequências importantes em questões relacionadas à avaliação que delas se pretenda fazer para os fins em questão. A CPFL Energia atua como uma *holding* com diversos segmentos de negócio sob sua tutela e ampla atuação ao longo de todo o espectro da cadeia de energia (geração – por fontes convencionais e renováveis, distribuição, transmissão e comercialização de energia elétrica), enquanto a CPFL-R se dedica exclusivamente à atividade de geração a partir de fontes de energia renovável. Em particular, à época dos fatos, o segmento de distribuição respondia por cerca de 80% da receita operacional líquida consolidada da CPFL Energia.

54. Companhias que atuam no segmento de distribuição buscam assegurar que a energia elétrica produzida pelas geradoras e recebida das companhias de transmissão seja efetivamente fornecida aos consumidores. Via de regra, sua atuação se dá através de contratos de concessão em que lhes são outorgados direitos de exploração do serviço de fornecimento de energia em uma determinada área por um prazo definido, de tal sorte que, ao longo do período de concessão, as principais variáveis que impactarão seus resultados serão as tarifas praticadas e o padrão de consumo nas regiões sob concessão. Ou seja, um fluxo razoavelmente estável de receita.

55. Por outro lado, as companhias geradoras atuam na primeira etapa da cadeia produtiva, de modo que sua atuação pode englobar desde o desenvolvimento de projetos de geração de energia por fontes diversas (hidrelétrica, térmica, eólica, nuclear, solar), até a operação das usinas propriamente ditas. Companhias atuantes nesse segmento passam por um período intenso de investimentos a fim de viabilizar a infraestrutura necessária à futura operação dos empreendimentos.

56. No caso da CPFL-R, em março de 2016, a companhia possuía 126 projetos em carteira[11]. Destes, pouco mais de 60% encontravam-se em operação, concentrando-se a maior parte, em termos de capacidade instalada, no segmento de geração de energia eólica. Por se tratar de um segmento em desenvolvimento e com apelo ambiental, o setor de geração de energia renovável conta com incentivos fiscais e regulatórios decorrentes de políticas públicas de longo prazo.

57. Os projetos, por exemplo, são regulados através de autorizações concedidas pela ANEEL ao desenvolvedor do projeto, em oposição às concessões que exigem a participação em licitações ou leilões públicos. Nesse regime, findo o prazo originalmente autorizado, existe a possibilidade de renovação por novo período, permanecendo, em qualquer caso, os ativos utilizados em poder da companhia geradora e, portanto, disponíveis para uso em eventos futuros.

58. Sendo assim, apesar de atuarem em um mesmo setor, os modelos de negócio das companhias são consideravelmente distintos, o que resulta, por exemplo, em diferenças em suas estruturas de capital, regimes de tributação, fluxo de recebimento de recursos, necessidades de investimento, perspectivas de crescimento, regime regulatório, dentre outros. Me parece, portanto, induvidoso, que não estamos diante de companhias plenamente comparáveis.

59. Nesse sentido, é forçoso reconhecer que também a premissa da Ofertante de que os resultados obtidos nos últimos 12 meses refletiriam de maneira adequada o padrão de resultados das companhias resta comprometida. Como apontado pela SRE em seu relatório, ao se estender o período de análise para os 11 trimestres anteriores à divulgação da transação, verifica-se que, enquanto o EBITDA acumulado em 12 meses da CPFL Energia cresceu a uma taxa inferior a 1% a.a., na CPFL-R tal crescimento foi da ordem de 6% a.a., refletindo as distinções entre seus modelos de negócio. Caso se considere os mesmos trimestres utilizados na DJP, a discrepância é ainda maior e resulta em tendências opostas, com crescimento de 9,2% observado no EBITDA de 12 meses da CPFL-R comparado a uma redução de 1,2% no EBITDA da CPFL Energia.

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

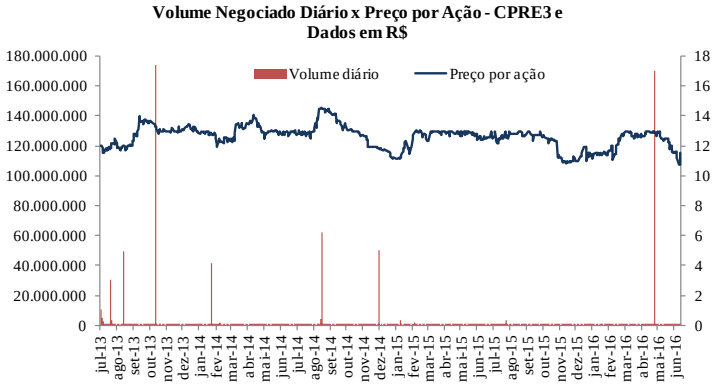
61. É válido esclarecer que não se trata aqui de impor à Ofertante que adote uma nova metodologia, tampouco de definir a metodologia apropriada para fins de cálculo do valor justo da Companhia e do preço-alvo correspondente. O que se busca é verificar a consistência da justificativa apresentada e, sobretudo, se é coerente com o método de avaliação utilizado para precificar as ações da companhia controladora. Não cabe à CVM exigir do Ofertante que ofereça o preço justo, mas que justifique sua oferta e comprove ter assegurado aos minoritários da controlada o dito tratamento igualitário em relação àquele oferecido ao controlador-vendedor.

62. A propósito, embora a Recorrente afirme não ter utilizado expectativas futuras de EBITDA como referência para calcular o preço a ser pago por ação de CPFL-R, há que se reconhecer que o valor de mercado de uma companhia reflete precisamente as expectativas dos agentes de mercado quanto a suas perspectivas de crescimento. Ou seja, ainda que não tenha havido uma clara indicação na DJP do EBITDA potencial considerado para a controladora, não há dúvidas quanto à consideração de resultados esperados para fins da precificação da CPFL Energia. Coerente, portanto, a exigência feita pela área técnica de que fosse ajustada a DJP a fim de incorporar diferenças na expectativa de crescimento do EBITDA das duas companhias, de modo a alinhar, na maior medida possível, os critérios utilizados na demonstração de preço da OPA com aqueles que foram efetivamente utilizados na negociação do preço de compra do controle da CPFL Energia.

63. Resta, de todo modo, considerar a alegação da Recorrente a respeito da impossibilidade de utilização da cotação da CPFL-R como uma referência apropriada para seu valor de mercado. De fato, o reduzido volume de negociação da CPFL-R é inquestionável, tendo a média diária nos 12 meses anteriores ao anúncio da transação, nos termos da DJP, sido inferior a R$40 mil, valor este que representaria menos de um centésimo do volume diário negociado em ações da CPFL Energia no mesmo período, equivalente a cerca de R$41 milhões.

64. Todavia, a baixa liquidez, a princípio, não descarta por completo a possibilidade de utilização desse indicador como parâmetro de avaliação. É fato, por exemplo, que a ação foi objeto de relevantes negociações no passado, ainda que pontuais, a começar pela própria oferta primária ocorrida em julho de 2013, ocasião em que o volume negociado superou R$900 milhões.

65. O gráfico abaixo permite observar de forma clara períodos em que o volume diário negociado superou R$20 milhões, o último deles pouco mais de um mês antes do anúncio da transação, em 12 de maio de 2016, tendo o volume negociado atingido R$170 milhões.



Fonte: Bloomberg

66. Tal transação foi, aliás, excluída pela Ofertante de sua análise do volume de negociação da CPFL-R contido na DJP por se tratar de montante *"extraordinariamente elevado"*. No entanto, seria possível adotar outra perspectiva sobre esse ponto. Com efeito, diferentemente do Ofertante, pode-se entender que a relevância do montante, justamente, confere à transação a legitimidade necessária para que seja considerada na justificativa do preço da OPA, uma vez que traduz um acordo substancial resultante da livre pactuação entre compradores e vendedores em um ambiente de negociações público.

67. A principal falha da DJP apresentada reside, a meu ver, precisamente nesse aspecto, por não permitir razoavelmente a demonstração da relação entre as metodologias utilizadas e, por conseguinte, a igualdade de tratamento requerida. A esse respeito, me parece claro que a igualdade de tratamento requer, se não igualdade de metodologias, parâmetros ao menos assemelhados, que guardem relação evidente entre si.

68. Concordo, portanto, com a área técnica quanto à impossibilidade de se certificar com base na DJP e nos termos em que foi apresentada, o atendimento ao requisito de tratamento igualitário exigido no caso em análise.

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

podendo a Ofertante, se entender oportuno, apresentar novo laudo de avaliação que corrobore seus ajustes.

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

71. Diante da dificuldade encontrada pela área técnica para formar a necessária conclusão quanto ao cálculo da parcela do preço de compra correspondente à CPFL-R, foi solicitado ao Ofertante que apresentasse um laudo de avaliação, conforme faculta o art. 29 § 6º, II da ICVM 361/02. A seguir, passo a apresentar comentários a respeito do referido laudo.

IV. Função do Laudo de Avaliação.

72. O Memorando SRE contém extensa análise do laudo de avaliação preparado pelo Banco Fator ("Laudo de Avaliação") a pedido da Ofertante, de forma a atender à solicitação feita pela SRE nos termos do art. 29 § 6, II da ICVM 361/02.

73. Da análise do Laudo de Avaliação feita pela SRE, resultaram diversos questionamentos importantes, os quais, segundo a área técnica, colocaram em dúvida a capacidade de tal documento cumprir sua finalidade de permitir a realização de testes de consistência das premissas e metodologias consideradas na DJP.

74. Em primeiro lugar, a área técnica entendeu ser inconsistente *"a utilização de perpetuidade para algumas companhias e projeção dos fluxos de caixa futuros após 2025 para outras"*. Tal diferença de tratamento, teria resultado, na apuração do valor da CPFL-R por meio do método do fluxo de caixa descontado, em um cálculo de perpetuidade onde os resultados da Companhia sofreriam decréscimos da ordem de 2,95% a.a. nominal e de 6,30% a.a. real, sem que no entanto tenha sido apresentada justificativa razoável para tanto.

75. Além disso, a SRE também destacou a utilização, pelo avaliador, daquilo que chamou de "*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*". A escolha por uma aplicação

não isonômica da tributação do imposto de renda incidente acabou gerando distorções que impactaram as conclusões do Laudo de Avaliação.

76. Em terceiro lugar, temos que considerar a escolha de empresas comparáveis feita pelo avaliador. Conforme destacado pela SRE, o Laudo de Avaliação não apenas considera empresas com diferenças importantes (diferentes níveis de integração, localização), que comprometeriam sua classificação como comparáveis à CPFL Energia como deixou de fora algumas empresas que poderiam ter constado para fins de realização do exercício proposto, permitindo conclusões mais consistentes.

77. Com relação às três inconsistências apontadas acima, entendo que as observações feitas pela SRE em seu memorando são procedentes, não cabendo aqui descrevê-las em maior detalhe, mas apenas me reportar ao Memorando SRE, onde são feitas as devidas explicações.

78. Outro ponto que merece menção no curso de uma análise do Laudo de Avaliação é a afirmação de que as ações de emissão de CPFL Energia teriam baixa liquidez em relação a outros ativos integrantes do Ibovespa. Como o Memorando SRE bem esclarece, a liquidez das ações de emissão de CPFL Energia é relevante a ponto de permitir sua precificação com base em negociações, conforme atestado na própria DJP.

79. O Memorando SRE relata, por fim, que o avaliador, durante a realização dos trabalhos, manteve interações com o Ofertante, o que é, inclusive, confirmado pelo avaliador, que justificou a presença de representantes do Ofertante em reuniões com o avaliador e a CPFL Energia com o argumento de que apenas acompanhavam o levantamento de informações. Segundo a SRE, a presença de representantes do Ofertante suscitaria preocupações relativas a potencial conflito de interesses. De fato, dada a importância fundamental da realização dos trabalhos de avaliação com plena independência de parte do avaliador, não pode ser considerada normal a presença de representantes de seu cliente, diretamente interessado nas conclusões, em reuniões entre o avaliador e a companhia, sob qualquer que seja a justificativa. No entanto, não se trata de fato capaz de, por si só, macular o conteúdo do Laudo de Avaliação.

80. Não ignoro que, dentre as atribuições legais da CVM, não consta a supervisão da atividade de avaliação de empresas. Entretanto, é evidente que, em vista do objetivo do laudo de avaliação apresentado, é dever da CVM examinar o conteúdo do laudo e mesmo considerar

informações a respeito de sua elaboração com a finalidade de determinar a utilidade do laudo como instrumento apto a instruir um teste de consistência do preço calculado conforme consta da DJP.

81. Conforme já esclarecido, a solicitação do laudo é uma medida da qual a CVM pode fazer uso no curso da análise do pedido de registro da OPA, na hipótese de não ter logrado formar sua convicção apenas com base no exame da DJP. Como bem descrito pelo Diretor Marcos Pinto em seu já mencionado voto no Caso Ipiranga, embora a princípio a função do laudo de avaliação nas ofertas públicas seja meramente informativa, em casos de alienação indireta de controle, o laudo possui função adicional ao servir de base igualmente para "*auxiliar a CVM a determinar se o preço da oferta obedece ao disposto no art. 254-A".*

82. Ou seja, em primeiro lugar, é interesse do ofertante que o laudo a ser entregue à CVM seja preparado de acordo com as melhores práticas, e que sua fundamentação e conclusões se apresentem de forma clara e em consonância com a boa técnica. Quando a CVM não tiver conforto com relação a aspectos relevantes do laudo, deverá indicar com clareza tais aspectos, de forma a permitir ao avaliador que preste seus esclarecimentos e, se entender cabível, realize ajustes.

83. Neste ponto, é importante ter claro que a CVM não poderá determinar ao avaliador a tomada de nenhuma atitude com que este não esteja confortável. A independência do avaliador é regra que deve ser aplicada não apenas em relação ao cliente, mas também em relação à CVM. Isto significa, neste caso, que o avaliador, ao receber pedidos de realização de ajustes por parte da CVM, estará livre para, caso assim entenda, decidir que os referidos ajustes são incabíveis, e que o laudo entregue é um documento pronto e acabado, devendo ser considerado em seu estado original.

84. De outro lado, a CVM, caso entenda que o laudo não se presta para atender à finalidade para a qual foi solicitado (permitir a realização do teste de consistência), terá maior dificuldade de proceder em relação ao pedido de registro e deverá informar ao ofertante a respeito, para que este possa considerar outras medidas com a finalidade de melhor instruir seu pedido de registro da OPA.

85. Dentre tais medidas, por exemplo, o ofertante pode solicitar novo laudo a outro avaliador, ou intentar discutir, com a área técnica da CVM, formas de robustecer a DJP de maneira a permitir sua suficiência independentemente de estar acompanhada de qualquer laudo.

86. Evidentemente, não quero com isso dizer que a área técnica da CVM estaria em posição de impor ao ofertante suas opiniões sobre metodologias e premissas a serem aplicadas na DJP, valendo o mesmo em relação ao laudo. Uma vez eleitas pelo Ofertante e pelo avaliador, respectivamente, metodologias e premissas minimamente aptas para a realização do exercício de avaliação, caberá à área técnica da CVM realizar sua análise de acordo com tais premissas e metodologias.

V. Princípios Orientadores do Voto.

87. Trata-se, como inicialmente afirmado, de caso com elevado grau de complexidade, por envolver questões relativas a OPAs por alienação indireta de controle poucas vezes discutidas em sede de Colegiado, mas também em função das diversas discussões específicas relacionadas à DJP e ao Laudo de Avaliação. Assim, me parece útil, antes de concluir, apresentar, de forma sucinta e organizada, o que considerei como princípios orientadores desta manifestação de voto.

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

(ii) ao analisar a DJP e o laudo de avaliação, a CVM deverá empregar o grau de profundidade que entender necessário para formar sua convicção sobre o conteúdo de tais documentos;

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

precificação da companhia controladora de forma a explicitar a igualdade de tratamento prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76;

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

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

VI. Conclusão.

88. Pelas razões apresentadas ao longo desta manifestação, e respeitando os princípios orientadores acima enunciados, entendo que o Colegiado desta CVM deve prover parcialmente o Recurso, de forma a:

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

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

89. Cabe por fim uma recomendação com relação ao rito de análise em hipótese de pedidos de registro de OPA por alienação de controle concomitantes tanto para a companhia alienada diretamente quanto para aquela cujo controle se transfere indiretamente.

90. Considerando-se que uma exigência é decorrente da outra e que as transações na prática são indissociáveis, uma vez que as obrigações do adquirente-ofertante só estarão plenamente satisfeitas -e a transferência de controle portanto devidamente concluída - após o encerramento de ambas as ofertas, entendo que também o deferimento do registro deveria se dar em conjunto e no mesmo momento.

91. Assim, seria possível evitar situações como a presente, em que apenas uma das etapas foi concluída e o não prosseguimento do rito com a reversão ao *status quo* anterior, se necessário, mostrar-se-á demasiado gravoso para o mercado e as partes envolvidas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 02 de maio de 2018.

Original assinado por

Marcelo Barbosa

Presidente

---

[1] Por se tratar de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações, este processo tramitou pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. Não se trata, a rigor, de típico litígio entre Recorrente e os Minoritários. Na realidade, a Ofertante, em cumprimento à obrigação legal prevista no art. 254-A da Lei de S.A., submeteu à CVM pedido de registro de OPA por alienação indireta de controle, em que os Minoritários são interessados, por integrarem o grupo de destinatários da oferta a ser lançada caso o pedido de registro venha a ser deferido.

[2] O Colegiado manifestou-se a respeito de alienação indiretas de controle em apenas 3 ocasiões desde 2006. Foram elas (1) no Processo RJ/2006-08146 julgado em 17.04.2007 (Caso Arcelor); (2) no Processo RJ/2007-04022 julgado em 05.10.2007 (Caso Ipiranga) e no Processo RJ/2009-13094 julgado em 15.04.2010 (Caso Millenium).

[3] "*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.
§ 2º 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****.*
§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput. (...)" (grifou-se)

[4] É a seguinte a redação do parágrafo 8.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado vigente à época da alienação indireta do controle da CPFL-R: "*A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a 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 ." Tal comando se encontra refletido no art. 35 do Estatuto Social da CPFL-R.

[5] O preço deve ser o mesmo, neste caso, por se tratar a CPFL-R de companhia integrante do Novo Mercado, conforme já esclarecido.

[6] "*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.*

(...)" (grifou-se)

[7] Confira-se o seguinte trecho: "*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"*.

[8] O fato de o laudo ser um documento auxiliar e facultativo, e a cujas conclusões a ofertante não se vincula em nada altera o caráter de elemento adicional de consideração pela CVM no curso do processo de registro da OPA.

[9] Veja-se, por exemplo, DAMODARAN, Aswath, *Damodaran on Valuation*, New Jersey: Wiley, Segunda Edição, p. 4 (2006).

[10] Partindo-se do histórico de 25 OPAs por alienação indireta de controle realizadas desde 2006, temos que os métodos de avaliação descritos nas DJPs foram os mais variados e incluíram por exemplo análises de fluxo de caixa descontado, proporção de EBITDA, múltiplos, preço médio ponderado das ações e valor do patrimônio líquido.

[11] De acordo com o ITR do 1º trimestre de 2016 da Companhia, em 31 de março de 2016, a CPFL Renováveis era composta por um portfólio de 126 projetos de 2.909,2 MW de capacidade instalada (1.799,3 MW em operação), sendo:

- Geração de energia hidrelétrica: 47 PCHs (557,7 MW) com 38 PCH's em operação (399 MW) e 9 PCHs em desenvolvimento (158,7 MW);
- Geração de energia eólica: 70 projetos (1.980,4 MW) com 34 projetos em operação (1.029,2 MW) e 36 projetos em construção/desenvolvimento (951,2 MW);
- Geração de energia a partir de biomassa: 8 usinas em operação (370 MW);
- Geração de energia solar: 1 usina solar em operação (1,1 MW)