

Processo RJ2003/12770 – Tele Centro Oeste Participações S.A.(TCO) e Telesp Participações S.A.(TCP)

Senhora Superintendente,

O presente processo originou-se de correspondência protocolada na CVM, em 18.11.03, pelo Escritório Bulhões Pedreira, Bulhões Carvalho, Piva, Rosman e Souza Leão Advogados, representante do Fundo JGP Hedge de Investimentos Financeiro ("FUNDO"), acionista da Tele Centro Oeste Participações S.A. ("TCO"), requerendo a interrupção do curso do prazo de antecedência para a realização das AGE da Telesp Celular Participações S.A. ("TCP") e da TCO, marcadas para o dia 22.12.03 (fls. 01 a 15). Em 21.11.03, o FUNDO encaminhou, em seguimento ao pedido de interrupção, cópia da correspondência que já havia sido enviada, em 19.11.03 à SFI, para compor os autos do Inquérito Administrativo CVM nº 22/03 (fls. 20 a 325).

Em suas correspondências, o reclamante alega, em resumo, que "a aprovação, pela TCP, da operação de incorporação de ações da TCO nas condições constantes do Protocolo de Incorporação configurara caso típico de abuso do poder de controle, com ofensa às normas do artigo 15 da Instrução CVM nº 319, do artigo 115 (caput) e seu parágrafo 3º e, ainda, às letras (a) e (b) do parágrafo 1º do art.117" (os dois últimos artigos são da Lei 6.404/76). Por essa razão, requer que sejam tomadas as seguintes providências:

- a. "nos termos do art. 124, § 5º, inciso II, da Lei 6.404/76, que a CVM interrompa o curso do prazo de antecedência da convocação de assembléia extraordinária da TCP e da TCO marcadas para o próximo dia 22 de dezembro de 2003 e, durante tal interrupção, confirme as violações à lei e o prejuízo que – tendo em vista as condições propostas – resultarão da operação para os acionistas não controladores da TCO"; e
- b. "reconhecidas as ilegalidades e prejuízos acima apontados, informe à TCP, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação, como proposta à assembléia geral, viola os dispositivos legais e regulamentares citados na presente reclamação".

Dos Antecedentes

Em 16.01.03, a TCP fez publicar Fato Relevante no qual informou que:

- a. havia assinado contrato preliminar para a compra do controle da TCO, pelo valor de R\$ 1,408 bilhão, totalizando R\$ 18,23 por lote de 1.000 ações ordinárias;
- b. após concluída a aquisição, iria realizar OPA para aquisição das ações dos acionistas ordinários não controladores por 80% do valor pago por ação ordinária objeto da aquisição de controle;
- c. após o encerramento da OPA, a TCP deveria realizar a incorporação das ações da TCO, nos seguintes termos:

"a relação de substituição oferecida será de 1,27 ações de emissão da TCP para cada ação de emissão da TCO. Esta relação será ajustada em decorrência da auditoria a ser realizada na TCO e suas controladas".

A TCP publicou, posteriormente, os seguintes Fatos Relevantes:

- a. em 24.03.03, informando que:
 - i. A Telesp Celular Participações S.A. ("TCP") celebrou, nesta data, contrato de compra e venda de ações definitivo relativo à aquisição do controle acionário da Tele Centro Oeste Participações S.A. ("TCO"), conforme previsto no contrato preliminar e divulgado por fato relevante em 16 de janeiro de 2003 (a "Aquisição"); e
 - ii. A efetivação da transferência do controle deve ocorrer após a verificação de certas condições precedentes, incluindo a aprovação da ANATEL, quando será, então, determinado e divulgado o preço definitivo.
- a. em 11.04.03, comunicando ao mercado :
 - i. O cumprimento de todas as condições precedentes estabelecidas no Contrato de Compra e Venda de Ações celebrado entre TCP e o acionista controlador da Tele Centro Oeste Celular Participações S.A. ("TCO"), objeto dos fatos relevantes da TCP de 16/01/2003 e 24/03/2003, incluindo a obtenção da aprovação prévia da Anatel para a transferência das ações de controle representativas do capital da TCO; e
 - ii. Assim sendo, a consumação da operação de transferência do controle societário da TCO para a Telesp Celular Participações S.A. está prevista para ocorrer no decorrer desse mês de abril de 2003.
- a. em 25.04.03, que informou que :
 - i. "nesta data, **foi efetivada a transferência do controle acionário da Tele Centro Oeste Participações S.A. ("TCO")**, nos termos do Contrato Preliminar de Compra e Venda de Ações e do Contrato de Compra e Venda de Ações, objeto dos fatos relevantes desta Companhia de 16/01/2003, 24/03/2003 e 11/04/2003, tendo ocorrido a satisfação das condições suspensivas do contrato e nesta data, a liquidação financeira da operação e a transferência para a Companhia das ações representativas do controle societário da TCO";
 - ii. o preço efetivo pago foi de R\$ 19,48719845 por lote de mil ações ordinárias adquiridas; e
 - iii. "a TCP realizará, no prazo e na forma da legislação em vigor, oferta pública para aquisição de ações ordinárias decorrente da aquisição de controle ("OPA"), bem como a incorporação de ações na forma já comunicada no fato relevante de 16/01/2003".

Em 02.05.03, o Escritório Vieira Rezende Barbosa e Guerreiro Advogados, representante do Fundo JGP Hedge de Investimentos Financeiro, protocolou reclamação que originou o processo CVM Nº 2003/4676. Em 08.07.03, o Escritório Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados, representante do Banco Pactual e outros, protocolou reclamação que originou o processo CVM Nº 2003/6747. Nessas reclamações, o FUNDO e o Banco Pactual alegaram, em resumo, que:

- a. o fato relevante de 16/01, ao estabelecer uma relação de troca de 1,27 para a incorporação das ações preferencias da TCO pela TCP, arbitrou o preço relativo das ações da TCO em R\$ 5,61;
- b. o preço arbitrado, como relação direta do preço da TCP, teria agido como "trava" de preço de negociação no mercado, impedindo que as ações

da TCO pudessem ser precificadas adequadamente, ou seja, ser valorizada, tanto em razão de seu próprio desempenho operacional (acima da média) quanto em razão da operação inteira sob análise (saída do antigo controlador e redução do endividamento);

- c. a cotação das ações da TCO vinham ao longo do tempo sendo depreciadas em função dos graves problemas de governança corporativa sofridos pela companhia que foi obrigada a emprestar cerca de US\$ 220 milhões ao seu antigo controlador (Grupo Splice);
- d. diversos relatórios de analistas de investimentos nacionais e internacionais vinham fazendo, ao longo do tempo, avaliações do preço justo da TCO, utilizando-se de várias ferramentas financeiras disponíveis e aceitas pelo mercado. Em todas as avaliações divulgadas a relação justa de troca estabeleceria um fator sempre superior a 2,0 (dois), ou seja, duas ações de TCP para cada ação de TCO, bem superior ao fator anunciado no fato relevante igual a 1,27;
- e. todos os acionistas ordinários se beneficiariam da operação uma vez que mesmo os não controladores serão beneficiados pelo "tag along". Entretanto, os preferencialistas serão obrigados a receber um valor depreciado pelas ações que possuem. Ademais, não poderão dispor do direito de recesso em razão do disposto na alínea "a" do inciso II do artigo 137 da Lei 6.404/76. Até mesmo a simples venda dos papéis possuídos, via bolsa de valores, estaria prejudicada em face da fixação dos preços em níveis artificialmente baixos;
- f. estaria caracterizado o abuso de poder do controlador, nos termos do artigo 117 da Lei 6.404/76, uma vez que a operação tem o propósito de contrariar os interesses dos acionistas preferencialistas e de lhes causar danos, cerceando o exercício de seus direitos e, como consequência da operação, o novo acionista controlador iria adquirir vantagem financeira ilícita;
- g. a publicação do fato relevante com relação de troca de 1,27 caracterizaria manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, uma vez que estipulou de forma artificial e indevida a formação do preço atual da ação; e
- h. em vista do exposto, os reclamantes requereram que a CVM: (i) instaurasse Inquérito Administrativo para apuração das práticas de manipulação de mercado e de exercício abusivo do poder de controle; e (ii) suspendesse o procedimento de incorporação das ações preferenciais de emissão da TCO.

Em 17.07.03, a PFE, através do MEMO/PFE-CVM/GJU-2 Nº 173/2003, manifestou o seguinte entendimento acerca das questões apontadas pelos reclamantes:

- a. as questões suscitadas – Abuso de Poder e Manipulação de Mercado – mereceriam aprofundamento em Inquérito Administrativo;
- b. embora entenda que a CVM tem poderes para determinar que a TCP se abstenha de levar adiante a Incorporação de Ações da TCO, não seria o caso, naquele momento, de fazê-lo, haja vista que as AGE ainda não haviam sido convocadas;
- c. opinou a PFE pela determinação para que a TCP publicasse fato relevante esclarecendo os critérios de avaliação que respaldaram a relação de substituição.

Em 24.07.03, a Superintendente de Relações com Empresas se manifestou, conforme cópia de despacho às fls. 71 a 76, no sentido de que :

- a. a forma como operação foi divulgada ao mercado, no nosso entendimento, s.m.j., constitui indício de manipulação de preço, ou, mesmo, de criação de condições artificiais de preço, tendo em vista a divulgação da relação de substituição das ações, sem fundamento em qualquer critério de avaliação,
- b. "... a determinação para que a TCP se abstenha de levar adiante a incorporação das ações preferenciais de emissão da TCO, independe da convocação da AGE, dado que o que **o ponto central da distorção da operação de incorporação de ações em comento, reside na forma da sua divulgação**, que já foi de todo implementada, tal como comentado anteriormente".

Em 12.08.03, o Colegiado da CVM determinou que a TCP publicasse novo anúncio de fato relevante, indicando o seguinte:

- a. o critério e as razões que fundamentaram, na pretendida incorporação de ações da Tele Centro Oeste Celular Participações S/A pela Telesp Celular Participações S/A, a relação de troca divulgada em fato relevante de 16 de janeiro de 2003;
- b. o cálculo da relação de substituição segundo patrimônios de ambas as companhias avaliados a preço de mercado e segundo os mesmos critérios; e
- c. dado o lapso de tempo decorrido desde o anúncio da operação até aquela data, foi determinado, também, que as empresas envolvidas se manifestassem acerca da continuidade da operação e manutenção da relação de troca já divulgada, considerando, inclusive, a liquidação das debêntures.

Em 13.08.03, foi designada, através da PORTARIA/CVM/SGE/Nº 106, a Comissão de Inquérito, responsável pela condução do Inquérito Administrativo CVM nº 022/03, para apurar eventuais irregularidades relacionadas com a pretendida incorporação de ações de emissão da TCO pela TCP.

Em 21.08.03, as Companhias, em função da determinação da CVM, divulgaram fato relevante com as seguintes principais informações:

- a. a TCP confirmou sua intenção de realizar a Incorporação de Ações, nos termos do anúncio de fato relevante divulgado em 16 de janeiro de 2003. A Relação de Substituição, conforme anteriormente divulgada, será de 1,27 ação da TCP para cada ação da TCO;
- b. a Relação de Substituição foi calculada com base nas cotações de ações da TCO e da TCP, acrescidas de um prêmio para a cotação das ações da TCO (equivalente a 15% acima da relação de substituição calculada com base na média da cotação de tais ações, nos 30 dias anteriores à data em que a Relação de Substituição foi divulgada);
- c. a TCP entende que a cotação de mercado é o critério adequado para determinar a Relação de Substituição. Esse entendimento encontra fundamento em posicionamentos anteriores da CVM, como se depreende do Parecer de Orientação CVM n. 1.
- d. a TCP entende, também, que a cotação das ações da TCO não estava distorcida no período utilizado para a determinação da Relação de Substituição, pelos seguintes motivos:
 - i. desde o início da negociação independente das ações da TCO e da TCP, e em qualquer outro período representativo que seja utilizado para análise, a valorização das ações de emissão da TCO excedeu substancialmente aquela obtida pelas ações de emissão da TCP ou pelo índice IBOVESPA. Note-se que, eventual queda temporária da cotação das ações da TCO em função da aquisição de debêntures da antiga controladora ("Debêntures"), conforme fatos relevantes de 05 de julho e de 14 de agosto, ambos de 2002, foi integralmente compensada em períodos subsequentes. Essa afirmação é comprovada com base na valorização da cotação das ações da TCO nos períodos compreendidos entre os dias anteriores aos dois fatos relevantes acerca das Debêntures e o fato relevante divulgando a Incorporação de Ações, que excedeu a

50%, enquanto a valorização das ações da TCP e do índice IBOVESPA foi, nos mesmos períodos, inferior a 30%.

- ii. desde o início da negociação em separado das ações da TCO e da TCP, a Relação de Substituição é superior à mais benéfica relação de substituição de ações TCO por ações TCP apurada com base na cotação de mercado.

Em 29.10.03, foram divulgados, pelo sistema IPE, os seguintes documentos:

- a. Laudo de avaliação contábil da TCO, elaborado por KPMG Auditores Independentes (fls. 389 a 392);
- b. Laudo de avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado da TCO, elaborado por KPMG Corporate Finance LTDA. (fls. 169 a 199);
- c. Laudo de avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado da TCP, elaborado por KPMG Corporate Finance LTDA.(fls.144 a 168);
- d. Análise Econômico-Financeira das companhias, elaborada por Citigroup Global Markets Inc. (fls. 200 a 227);
- e. Análise Econômico-Financeira das companhias elaborada por Merrill Lynch Pierce, Fenner & Smith Inc. (fls. 228 a 292); e
- f. Edital de Convocação das AGE das Companhias, a se realizar em 22.12.03, a fim de deliberarem, dentre outros assuntos, sobre a operação de Incorporação de Ações da TCO pela TCP.

Em 18.11.03, foi divulgado fato relevante, informando que a OPA fora concluída, nos seguintes termos:

- a. foram adquiridas 32.205.831.707 ações ordinárias da TCO, representativas de 74,2 % das ações ordinárias em circulação;
- b. o volume financeiro total foi de R\$ 538.803.562,79; e
- c. com a oferta, a TCP passou a ter 90,7 % do capital votante da TCO, excluídas as ações em tesouraria.

Em 19.11.03, o FUNDO protocolou o pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência para a realização das AGE da TCP e da TCO, marcadas para o dia 22.12.03 (§ 1º retro). Na mesma data, foram solicitadas as manifestações das Companhias, no prazo de 48 horas, conforme previsto no § 3º do artigo 2º da Instrução CVM Nº 372/02 (fls. 16 e 18).

Em 21.11.03, o FUNDO encaminhou, em seguimento ao pedido de interrupção, cópia da correspondência que já havia sido enviada, em 19.11.03 à SFI, para compor os autos do Inquérito Administrativo CVM nº 22/03. Foram enviados, como anexos a essa correspondência, os pareceres jurídicos de Alfredo Lamy Filho e José Alexandre Tavares Guerreiro e o laudo matemático de Cristiano Fernandes (fls. 20 a 325).

Em 24.11.03, a KPMG Corporate Finance LTDA divulgou, através do sistema IPE, novo Laudo de avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado da TCP. Nesse Laudo, a instituição excluiu, para fins de cálculo da relação de substituição, o valor dos ágios pagos na aquisição das controladas. Assim, a relação de substituição passou de cerca de 1,24 para 3,0 .

Em 24.11.03, foram solicitadas, por meio dos Ofícios CVM/SEP/GEA-4/nº 023, 026 e 027/03, esclarecimentos de KPMG Corporate Finance, Citigroup Global Market Inc. e Merrill Lynch Pierce, Fenner & Smith Inc. a respeito de seus laudos de avaliação. (fls. 326, 330 e 340)

Em 24.11.03, a TCO apresentou correspondência por meio da qual se manifestou a respeito das questões levantadas, inicialmente, pelo FUNDO (fls.353 a 373).

Em 28.11.03, a TCP apresentou correspondência por meio da qual se manifestou a respeito das questões levantadas, inicialmente, pelo FUNDO. Nessa correspondência, a TCP confirmou os termos dos esclarecimentos prestados pela TCO (fl.382).

Em 01.12.03, KPMG Corporate Finance, Citigroup Global Market Inc. e Merrill Lynch Pierce, Fenner & Smith Inc. protocolizaram correspondências na CVM, prestando os esclarecimentos sobre seus laudos, em resposta aos Ofício CVM/SEP/GEA-3/nº 023, 026 e 027/03.

Em 02.12.03, foi solicitada, por meio dos Ofícios CVM/SEP/GEA-4/nº033 e 034/03, manifestação das Companhias a respeito da correspondência apresentada pelo FUNDO, em 19.11.03, nos autos do Inquérito Administrativo CVM nº 22/03, em curso na SFI, acrescentada à reclamação inicial, por solicitação do reclamante. (fls. 383 e 385)

Em 08.12.03, as Companhias enviaram à CVM manifestação por meio da qual se pronunciarão a respeito da correspondência apresentada pelo FUNDO, em 19.11.03, nos autos do Inquérito Administrativo CVM nº 22/03, em curso na SFI.

Passaremos, a seguir, a apresentar o resumo dos principais pontos da reclamação, manifestações e esclarecimentos apresentados.

Das Reclamações e Do pedido de interrupção do curso do prazo para a realização das AGE

A divulgação da intenção de incorporar as ações da TCO com a determinação de uma relação de substituição levou os investidores mencionados (§ 5º retro) a apresentar reclamações perante a CVM questionando as bases da pretendida operação de incorporação de ações e os efeitos que a divulgação assim feita estaria causando à cotação das ações da TCO. Em 19 e 21.11.03, o FUNDO enviou novas correspondências à CVM, requerendo a interrupção do curso do prazo de antecedência para a realização das AGE da TCP e da TCO, marcadas para o dia 22.12.03 (§ 1º, 13 e 14 retro). Os reclamantes alegam, em resumo, que:

- a. Da divulgação da Operação nos termos da Instrução CVM N º319/99
 - i. "A TCP tem afirmado que teria obrigação de divulgar em 16.01.03 a relação de substituição uma vez que àquela data esta já seria de seu conhecimento. No entanto, no item 5, a TCP revela que, com base em seu estatuto social tal relação deve estar amparada em análise a ser preparada por empresa de renome internacional que incluirá, inclusive, o cálculo do fluxo de caixa descontado. O que não está explicado é o que aconteceria se o mencionado laudo fixasse uma relação de substituição diferente da fixada em 16 de janeiro deste ano. Dada tal limitação, poderia a TCP ter divulgado uma relação de substituição sem o amparo de tal laudo?" (obs: o citado item 5, na verdade, constou do Fato Relevante publicado em 22.08.03).
 - ii. O item 6 do anúncio (Fato Relevante publicado em 22.08.03) menciona que, após a conclusão da OPA, seriam preparados (i) a análise econômico-financeira, (ii) os laudos de avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado e (iii) o laudo de avaliação do patrimônio líquido contábil da TCO. Cabe aqui a mesma pergunta qual seja: o que acontecerá se tais avaliações apontarem uma relação de substituição absolutamente diferente da anunciada em 16 de janeiro?
 - iii. Se nenhuma das avaliações acima referidas haviam sido preparadas quando do anúncio do fato relevante em 16.01.03, o que levou a TCP a anunciar tal relação de substituição e a colocar o mercado em risco no caso das mesmas não corroborarem a relação de substituição então

anunciada?

iv. "Cabe ressaltar também que a divulgação antecipada e não fundamentada da relação de substituição pela TCP foi prejudicial ao mercado e aos acionistas minoritários não só por estabelecer um teto à cotação de TCOC, mas também por dificultar a verificação do cumprimento, pelo controlador, das demais obrigações constantes da legislação, como por exemplo o disposto no artigo 9º da Instrução CVM nº 319/99, que trata da exclusão do saldo do ágio pago na aquisição da controladora."

v. Neste sentido, afirmou José Alexandre Tavares Guerreiro em seu parecer:

"A incorporadora não poderia divulgar ao mercado, em 16 de janeiro de 2003, a relação de conversão das ações relativa ao procedimento de incorporação de ações da TCOC. Sem cumprir os requisitos formais e substanciais já antes enunciados, especialmente a avaliação das ações e a realização de assembleia geral, a divulgação antecipada não atendia qualquer regra legal imperativa, não sendo, portanto, exigível e, além disso, na medida em que veiculava informação relevante, sem dar conhecimento de todos os seus elementos ao mercado, possibilitava a caracterização de processo destinado a interferir na formação de preços das ações da TCOC. A mera indicação da relação de troca, tal como foi feita, não permitia conhecer, quanto à futura operação de incorporação de ações, o dado essencial dessa mesma operação, consistente na equivalência entre ações de TCOC e ações de TCP, que somente poderia ser demonstrado mediante a comparação a que se refere o art. 264. A decisão de comprar ou vender ações da TCOC não poderia prescindir, a partir da divulgação da relação de troca, do pleno conhecimento das bases em que se apoiara a divulgação relativa dos dois patrimônios, para efeitos do art. 264".

vi. Confirmando o entendimento exposto, Alfredo Lamy Filho, quando consultado sobre admissibilidade do anúncio da relação de substituição feito em janeiro por TCP, respondeu:

"Evidentemente não. O fato relevante anunciado dizia respeito à venda de controle da TCOC – pendente, aliás, de "due diligence" e de aprovação de autoridades.

A incorporação de ações seria uma segunda etapa "posterior à operação". A fixação da relação de troca das ações, antecipada, sem observância de nenhuma das formalidades prescritas em lei, sem protocolo, sem justificação, sem laudo pericial de comparação dos patrimônios líquidos das empresas envolvidas, e demais procedimentos prescritos em lei para a proteção dos acionistas minoritários, e o regular funcionamento do mercado de capitais, teve o único efeito de fixar na Bolsa a cotação de ações de investidores minoritários que haviam confiado suas economias à administração da empresa – o que a lei visa a proteger".

vii. "Causa espécie que a TCP tenha defendido por tanto tempo a divulgação da relação de troca anteriormente à existência de qualquer laudo ou suporte razoável para os números que apresenta. Números estes que, deve-se dizer, poderiam ter sido apresentados em outro momento, acompanhados das justificativas necessárias".

viii. Por outro lado, o normativo aplicável, qual seja, a Instrução CVM nº 319/99, foi simplesmente desconsiderado por TCP na estruturação da Operação. Tal Instrução, como se sabe, aplica-se a "operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhias abertas", conforme estabelece em seu preâmbulo. E, como se sabe, às operações de incorporação de ações de companhia controlada ou controladora se aplicam as regras sobre incorporação de companhia controlada. Seria o que diz o artigo 264 § 4º da Lei das S.A..

a. Quanto à possibilidade de manipulação de preços :

- i. a operação importou em práticas que incluíam manipulação de mercado e exercício abusivo do poder de controle, culminando na imposição de preço irrazoável às ações preferenciais de TCOC que serão trocadas por ações de TCP ao final. Tudo isto foi demonstrado nas manifestações dos Investidores, que, no intuito de fornecer à CVM ainda mais subsídios, juntou aos autos o parecer de Alfredo Lamy Filho, no qual afirma:
 - "a tal relação de troca não decorreu, pois, de nenhuma avaliação dos patrimônios líquidos da incorporada e da incorporadora, entendendo esta que a relação seria fixada pela cotação de ações, com aplicação do art. 170 da Lei (sobre aumento de capital social mediante subscrição de ações);
 - todo o exposto parece deixar evidente estranho "equivocado" em que tem incidido a reclamada, que invoca o art. 170 da lei em justificativa de seu procedimento. Não: - o art. 170 trata do preço de emissão de ações em caso de aumento de capital mediante subscrição de ações, visa proteger os antigos acionistas de diluição injustificada praticada pelo controlador;
 - ora, a divulgação equivocada (na melhor das hipóteses) de que as ações seriam incorporadas, e conseqüentemente a sociedade seria fechada, com uma relação que não se baseou na apuração do valor dos patrimônios líquidos das empresas, mas, apenas, na referência à cotação de ações em bolsa (antes de divulgado o fato relevante da compra de ações do controle de TCOC) não só impediu a flutuação natural das ações, como afastou investidores com a perspectiva do fechamento da subsidiária – sem nenhum fundamento em laudo de avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado – confundida com "cotação de bolsa" para aumento de capital;
 - as conseqüências óbvias do comunicado foram o congelamento do valor das ações, os acionistas ameaçados com um fechamento da companhia e substituição de suas ações em valor cuja escolha não obedecera a nenhum critério legal, optando-se pelo preço do mercado (antes da operação que deve ou pode ter beneficiado a TCOC); e
 - comunicado feito pela incorporadora sobre a intenção de incorporar ações da TCOC, fechar, pois, seu capital e fixar a relação de troca das ações nos limites que o mercado cotava na véspera da operação – operação que representava uma profunda alteração que provavelmente beneficiava a incorporada – causou, não pode deixar de ter causado, efeito no ânimo dos investidores, e na conseqüente negociação das ações – que ficaram congeladas no nível mais baixo, dadas as condições da empresa antes da operação".
- i. a referida conduta teria sido reconhecida na Análise constante do relatório RA/CVM/GEA-2/nº018/03, elaborado em 16.07.03:
 - "Analisada a regulamentação logo acima citada, não encontramos nenhum elemento determinante para a divulgação, naquele momento específico, da relação de substituição de 1,27 ações de emissão de TCP para cada ação de emissão da TCO. A diligência e rapidez do administrador nessa divulgação não trouxe nenhum benefício à companhia (TCO), nem aos seus acionistas que não os acionistas controladores. Pelo contrário, causou turbulência no mercado, suscitando críticas e reclamações e, ainda, provocou a já discutida acima ineficiência do mercado, impedindo o estabelecimento de condições para a livre formação de preços."(...)
 - "Pelo exposto, sou favorável que se determine, às companhias envolvidas, a publicação de fato relevante, retificando os anteriormente divulgados relativos à operação sob análise, informando que a relação de substituição de ações de emissão da TCP para cada ação de emissão de TCO será estabelecida quando satisfeitas todas as condições previstas na legislação vigente, em especial a Instrução 319/99, no prazo definido no seu artigo 2º".
- i. também neste sentido teria se manifestado o Sr. Gerente de Acompanhamento de Empresas 2, em Despacho ao RA/CVM/GEA-2/nº018/03:

- "as reclamações dos acionistas pedem providências à CVM, no sentido de instaurar inquérito administrativo para apurar manipulação de preço das ações de TCO, já que, no entendimento dos reclamantes, a divulgação da relação de substituição impediria a correção do preço da ação, que encontrava-se depreciado em função da dívida mantida pela companhia junto ao antigo controlador. Importante frisar que, pelo grau de liquidez de ambas as ações, não há que se falar em direito de recesso, como previsto no artigo 137 da Lei 6.404/76, o que de fato, mantém o acionista preferencialista preso às condições impostas pelo controlador, já que não seria racional esperar-se que alguém se dispusesse a comprar um ativo por preço maior do que aquele pelo qual pretendesse vendê-lo no futuro." (...)
 - "ao meu ver, a discussão relevante não é a que trata do momento de divulgação, mas sim, s.m.j., no justificado inconformismo dos reclamantes em relação ao preço atribuído às ações preferencialistas, via relação de substituição, pois caso o preço atribuído fosse considerado justo pelos preferencialistas, não haveria razão para questionamentos, e sua divulgação, naquele momento, oportuna.(...)" .
- i. após análises apresentadas, a Superintendente de Relações com Empresas proferiu, em 24.07.03, despacho com os seguintes comentários :
 - "entretanto, a forma como operação foi divulgada ao mercado, no nosso entendimento, s.m.j., constitui indício de manipulação de preço, ou, mesmo, de criação de condições artificiais de preço, tendo em vista a divulgação da relação de substituição das ações, sem fundamento em qualquer critério de avaliação, no momento do anúncio da aquisição do controle e da intenção de realizar a incorporação das ações preferenciais de TCO.
 - como bem salientado pelo analista no RA/CVM/TGEA-2/nº018/03, § 19, não há dispositivo legal ou regulamentar que obrigue a divulgação da relação de substituição naquele momento, ao contrário, a notícia de alienação do controle de TCO era informação mais do que positiva para o mercado, tendo em vista a questão envolvendo a estrutura de capital da mesma, com alto endividamento, traduzido, fundamentalmente, nas debêntures adquiridas de seu controlador " .
 - ii. não obstante as posições manifestadas pelas instâncias técnicas da CVM, o Colegiado optou por solicitar esclarecimentos a TCP e TCOC, uma vez que, no entender do Colegiado, a matéria ainda careceria de maior aprofundamento.
 - iii. em suposto atendimento à Decisão do Colegiado, TCP e TCOC fizeram publicar novo anúncio de fato relevante, no dia 22.08.03, por meio do qual confirmavam sua intenção de prosseguir com a Operação, nos exatos termos inicialmente anunciados;
 - iii. A menção ao Parecer de Orientação CVM nº 01/78 no item 3 do comunicado, na realidade, reforça o pleito dos preferencialistas, pois indica que a cotação de ações deve ser considerada com mais força quando as informações sobre ações são de conhecimento do mercado e foram devidamente assimiladas. Ora, se ao anunciar a operação em janeiro de 2003, foi imposta uma trava para o valor das ações, como se pode entender que o mercado teria condições de assimilar as informações necessárias?
 - iv. O Parecer de Orientação CVM nº 01/78, em seus itens 5 e 7, que, segundo a Companhia, serviria como suporte jurídico para a operação, afirma:

"5-Com efeito, num mercado de valores mobiliários desenvolvido e eficiente, ou seja, naquele presidido por um amplo e eficaz sistema de informações "companhia - público investidor", e no qual determinada ação possuía um alto índice de negociabilidade, o parâmetro "cotação da ação" realmente assumirá uma prevalência praticamente total sobre os demais parâmetros. Isto porque, neste caso, todas as informações sobre a companhia emitente, bem como sobre a ação por ele emitida, são de pleno conhecimento do público investidor, e se refletem na cotação da ação do mercado, valor este realmente representativo do "valor econômico da ação" de que fala a exposição de motivos da Lei."

"7-Com relação ao parágrafo "perspectivas de rentabilidade" da companhia, ainda, convém se ter presente que além da hipótese normal de sua consideração nos termos acima mencionados, assumirá ele grande significado nos casos em que, mesmo em um mercado eficiente, mudanças em tais perspectivas se tenham verificado sem que delas tenha o mercado pelo conhecimento ou assimilado devidamente. Em tais casos, tal parâmetro deverá ser considerado de modo significativo na fixação do preço de emissão das ações da companhia."
 - v. Com relação à "recuperação das ações de TCO" mencionada no item 4 do comunicado, seria simplesmente absurdo que a TCP possa vir a público dizer que "*a queda na cotação da TCO em função da aquisição de debêntures da antiga controladora foi integralmente compensada em períodos subsequentes*".
 - vi. "Os relatórios de análise da TCOC preparados por bancos e empresas de investimento independentes durante o 2º semestre de 2002 e início de 2003 descontavam do valor da TCOC o montante correspondente às debêntures emitidas pelo antigo controlador."
 - vii. "Em outras palavras: se houve alguma valorização na cotação de TCOC, isto reflete apenas a qualidade da companhia e os resultados consistentes apresentados ao longo dos últimos anos, mas não significa de maneira nenhuma que o mercado tenha passado a contabilizar o valor das debêntures no preço das ações."
 - viii. Em 01.10.03, a análise matemática, preparada pelo Sr. Cristiano Fernandes, concluiu que:

"No período anterior ao anúncio de compra da empresa TCOC pela empresa TCP, compreendendo os dias entre 02.01.03 e 22.01.03, as duas séries não guardaram relação estatística entre si. Este comportamento pode ser igualmente evidenciado observando-se a série da razão entre os preços, a qual, neste período, oscila aleatoriamente, indicando assim a ausência de qualquer estabilidade entre a razão dos preços das ações das duas companhias " .

"No período logo após o anúncio da compra, compreendendo os dias entre 23.01.03 e 04.08.03, as duas séries de preço passam a oscilar de forma cadenciada, exibindo assim uma forma de relação (...). Em particular, observa-se que a série da razão entre os preços passa a oscilar em torno de um valor de equilíbrio, o qual, estatisticamente, é compatível com o valor de troca de ações anunciado pela empresa TCP, 1,27" .
- a. Quanto ao tempo transcorrido entre a divulgação da Incorporação de Ações e da relação de substituição e a realização da operação
 - i. Embora não haja na lei determinação de uma data, anterior à operação, até a qual é admitida a comparação de valores para fins de estabelecer a relação de troca, seria totalmente desarrazoado e injustificável pretender-se efetivar uma operação em 22 de dezembro de 2003, para qual relação de substituição de ações funda-se na cotação das ações quase um ano antes (período de 16 de dezembro de 2002 a 15 de janeiro de 2003).
 - ii. Em situações análogas, nas quais é preciso determinar o valor de ações com base na situação patrimonial da companhia, a lei admite a utilização de balanço levantado até 60 dias antes, como nos casos de determinação do valor do reembolso devido ao acionista dissidente (art. 45, § 2º) e de avaliação do investimento em coligadas e controladas (art. 248, inciso I).
 - iii. Enquanto o patrimônio líquido contábil da TCO teve nos primeiros nove meses do exercício de 2003, uma valorização de aproximadamente 27 % (passando de R\$ 1.218.523 mil para R\$ 1.547.146 mil), no mesmo período o patrimônio líquido da TCP, teve uma redução de cerca de 12%

(R\$ 4.0098.957 mil para R\$ 3.548.600 mil).

- iv. A determinação da relação de substituição sem levar em conta esta grande diferença na evolução dos patrimônios das duas companhias implicaria, no presente caso, perda injustificada que se estaria impondo aos acionistas não controladores da TCO.
- a. Não Exclusão dos Ágios na aquisição das controladas no Laudo de Avaliação da TCP, elaborado pela KPMG com base no Patrimônio Líquido a Valor de Mercado
- i. A KPMG não excluiu o valor dos ágios no Laudo de 24.10.03 (valor total de R\$ 2.298.825 mil, corresponde ao somatório de R\$ 1.221.803 mil e R\$ 1.077.022 mil) pagos pela TCP na determinação do valor dos investimentos em suas controladas, contrariando o art. 9º da Instrução CVM nº 319/99;
- ii. Se a KPMG tivesse elaborado seu laudo - com exclusão dos ágios pagos na aquisição das ações das subsidiárias - a relação de troca pela comparação dos dois patrimônios líquidos avaliados a preços de mercado, seria - ao invés dos 1,24 ações da TCP para cada ação da TCO - de (i) 4,23 ações, se adotada como base para avaliação a situação patrimonial em 30.06.03, ou (ii) de 4,74, se tomada por referência a situação patrimonial em 30.09.03 – data preferível, tendo em vista a sua maior proximidade (pouco mais de 60 dias) àquela em que será deliberada a operação;
- iii. Se fosse excluído o ágio pago na aquisição das ações do controle da TCO, acrescido do valor pago aos acionistas minoritários ordinários na oferta pública que se encerra no dia 18.11.03, o valor a ser excluído seria da ordem de R\$ 1.733.107 mil, daí resultando uma relação de substituição (considerada a situação patrimonial em 30.09.03 e admitida uma adesão de 100% à oferta pública) de 3,02 ações da TCP para cada ação da TCO;
- a. Análises econômico-financeiras elaboradas pelo Citigroup Global Market Inc. e por Merrill Lynch & Co.
- i. Para fins de atendimento ao disposto no art. 30 do estatuto da TCP, foram também apresentadas análises econômico-financeiras elaboradas por Citigroup Global Market Inc. e por Merrill Lynch & Co. que comprovariam que a relação de substituição seria equitativa tanto para TCO, quanto para TCP.
- ii. Tais laudos não serviriam para o propósito a que se destinam, na medida em que não representariam uma avaliação independente, o que se evidenciaria pelo seguinte:
- as projeções financeiras "foram aquelas fornecidas pela própria companhia – sendo expressamente ressaltados que os avaliadores presumem e confiam na exatidão das informações fornecidas e que não assumem qualquer responsabilidade de verificação independente de tais informações";
 - as premissas utilizadas pelos dois avaliadores são praticamente idênticas;
 - no dia 29 de outubro (dois dias após a data dos laudos) os departamentos de análise do Citigroup e da Merrill Lynch divulgaram análises independentes que indicariam valores para os ADR's da TCP substancialmente inferiores aos valores das ações da TCP apontados pelos laudos contratados; e
 - "análise independente de outras instituições financeiras, que projetam fluxos parecidos entre si, porém substancialmente inferiores aos apontados nos laudos do Citigroup e da Merrill Lynch."

Das manifestações das Companhias e dos Avaliadores

As Companhias se manifestaram a respeito das reclamações, apresentando os seguintes principais argumentos:

- a. Da divulgação da Operação nos termos da Instrução CVM N º319/99
- i. Segundo as Companhias, seriam três os argumentos básicos que justificariam, no entender dos reclamantes, a ilegalidade da Incorporação de Ações:
- i.i) a divulgação da Relação de Substituição, em 16.01.03, teria sido feita de maneira precipitada, tendo com o único intuito "travar o mercado e auferir vantagens às custas dos minoritários". Com relação a essa questão, alegam as Companhias, em resumo, que:
- a deliberação da Reunião do Conselho de Administração da TCP, tomada em 15.01.03, com relação à Relação de Substituição era um fato relevante. Em suma, porque representava uma deliberação do órgão de administração de companhia aberta que poderia influir de modo ponderável, na cotação das ações. Tanto isso é verdade que, após o anúncio – conforme demonstra o parecer do professor Cristiano Fernandes, produzido a pedido dos reclamantes – o preço das ações da TCO passou a "oscilar de forma cadenciada, exibindo, assim um (sic) forma de relação [com as ações TCP], o que não se verificava antes do anúncio. Não pode haver, assim, qualquer dúvida quanto a esse ponto: a deliberação tomada na reunião do conselho de TCP sobre a Relação de Substituição era Fato Relevante, e assim, deveria ser divulgada;
 - é interessante ressaltar o primeiro consenso entre os reclamantes e as administrações da TCP e da TCO: o comportamento das ações da TCO após a divulgação da Relação de Substituição foi afetado por tal divulgação. Esse parecer afirma que o preço das ações preferenciais TCO passou a oscilar de forma cadenciada, exibindo assim uma forma de relação [com as ações da TCP];
 - se a deliberação de um órgão de administração da TCP alterou o preço das ações, ela era um fato relevante. Se era um fato relevante, deveria ter sido divulgada. Sem tal divulgação, os administradores da TCP estavam sujeitos a responsabilidade civil (Artigo 158 da Lei das S.A.), administrativa (Artigo 18 da Instrução CVM 358/02) e penal (Artigo 177 do Código Penal);
 - "ao contrário do que quer o Prof. Tavares Guerreiro, a intenção de realizar a Incorporação de Ações, com base na Relação de Substituição, era um fato e, por ser esse fato levado em conta pelos investidores para determinar o Preço das ações da TCO, deveria necessariamente ser considerado como relevante e, se relevante, deveria ser publicado";
 - o Prof. Tavares Guerreiro confundiu a obrigação de divulgar fato relevante com os requisitos de validade e eficácia do ato jurídico societário de Incorporação de Ações.
- i.ii) a divulgação da Relação de Substituição, em 16.01.03, teria sido feita de maneira incompleta, já que ela só poderia ter sido feita se em conjunto com as análises econômico-financeiras exigidas pelo estatuto da TCP e pelas demais informações exigidas pelo Artigo 264 da Lei 6.404/76 e Instrução CVM 319/99. Com relação a essa questão, alegam as Companhias, em resumo, que:
- surge uma outra questão: a divulgação da Relação de Substituição, em 16.01.03, desacompanhada das demais informações exigidas pelo Artigo 264 da Lei das S.A. e pela Instrução CVM 319/99, teria sido feita de maneira eficiente? Ressalta-se, novamente, que a resposta a esta questão

não muda a conclusão alcançada anteriormente quanto à relevância da deliberação da reunião do conselho de administração da TCP sobre a Relação de Substituição;

- em 16.01.03, a administração da TCP tinha ciência de que, por razões legais e regulamentares do Brasil e dos Estados Unidos, a consumação da operação poderia levar algum tempo;
- conforme prevê a Instrução CVM 319/99, essas informações e laudos são relevantes e devem ser prestadas até 15 dias antes das assembleias que deliberarão a Incorporação de Ações, para que os acionistas saibam como votar. E isso foi feito pela TCP, em 28.09.03. Assim, não há que se falar em divulgação insuficiente;
- dito isso, ressalta-se outro ponto fundamental: ter divulgado as demais informações referentes à Incorporação de Ações (laudos de avaliação a preços de mercado e análise econômico-financeiras), em 16.01.03, teria levado o mercado a erro;
- "Divulgar esses laudos e análises em janeiro teria sido induzir os acionistas das companhias a erro, já que elas poderiam ter demonstrado uma situação patrimonial diametralmente oposta daquela efetivamente verificada em dezembro. Poderiam, por exemplo, as análises terem concluído que a Relação de Substituição era justa, o que, em data mais recente da consumação da operação, poderia não mais ser verdadeiro";
- os reclamantes argumentaram também que a ausência de divulgação a respeito das demais condições da operação teria violado a Instrução CVM 319/99 e o Artigo 264 da Lei 6.404/76. Isso é errado por dois motivos. Em primeiro lugar, porque, com exceção do Artigo 12, que se aplica expressamente a operações de incorporações de ações, nenhuma das demais disposições da Instrução CVM 319/99 tem aplicação compulsória sobre operações desse tipo. Em segundo lugar, não poderia ter havido violação ao disposto no Artigo 264 da Lei das S.A., porque no momento da convocação das assembleias (28.10.03), houve a divulgação da informação exigida por tal dispositivo, de forma que os acionistas podem exercer o voto com base em informação de qualidade adequada.
- "Teria a TCP induzido o mercado a erro se procurasse comprovar que a Relação de Substituição conferia tratamento equitativo, utilizando uma análise econômico-financeira baseada em informações do mês de dezembro de 2002, para uma Incorporação de Ações que se consumaria no futuro, quando, provavelmente, essas informações não mais representariam fielmente o valor das companhias."

(i.iii) o critério de cotação do mercado, adotado pela TCP para a estipulação da Relação de Substituição (com base no Parecer CVM 01/78) não deveria ter sido adotado, já que (a) como a TCP teria "travado o preço das ações da TCO, o mercado não teria tido condições de assimilar as informações referentes à troca de controle da TCO e a Incorporação de Ações e (b) o Artigo 170 da Lei 6.404/76 não se aplicaria a operações de incorporação de ações de controlada. Com relação a essa questão, alegam as Companhias, em resumo, que:

- quanto ao primeiro ponto, ele é baseado em um argumento falacioso, segundo o qual a TCP só teria divulgado a Relação de Substituição em 16.01.03 para impedir que o valor das ações da TCO subisse por conta do anúncio da aquisição pela TCP de seu controle e da solução do problema das debêntures da SPLICE que a TCO carregava em seu balanço (Debêntures).
- ainda que corroborada por posicionamento de terceiros, a expectativa dos reclamantes de que houvesse um incremento no preço das ações da TCO após a aquisição de seu controle estava baseada numa pressuposição hipotética de que um eventual terceiro que viesse a adquirir o controle da TCO e resolver o problema das Debêntures não teria qualquer outro plano para a TCO, incluindo a intenção de realizar, após a aquisição do controle, um evento societário com a TCO ou envolvendo as suas ações.
- diferentemente desse terceiro idealizado pelo mercado, ao propor-se a realizar a aquisição do controle da TCO, a TCP tinha planos legítimos de realizar a incorporação das ações da TCO.
- quanto ao segundo ponto, referente à utilização dos critérios indicados pelo Art. 170 da Lei 6.404/76 para a definição da Relação de Substituição, citando a doutrina de José Alexandre Tavares Guerreiro, em parecer juntado à Correspondência, alegam os reclamantes que outros critérios, tais como o patrimonial, deveriam ter sido levados em consideração. Ora, em nenhum momento a TCP alegou que o critério adotado por ela era o único possível. Há, isso sim, uma indicação para que, sendo analisado o caso específico, seja adotado o critério mais adequado e que, no caso de ações de empresas com liquidez, seja preferencialmente utilizado o de cotação de mercado.
- a decisão de adquirir o controle da TCO e de realizar a Incorporação de Ações teria impacto no interesse das acionistas preferenciais de negociarem com as suas ações. Esse impacto, no entanto, não poderia ser adequadamente mensurado pelos agentes do mercado, pois um elemento essencial (Relação de Substituição) seria inexistente. Os agentes passariam a tomar decisões de investimento a partir de suposições, completamente no "escuro, o que estimularia a ação de oportunistas e *insiders* e deixaria o mercado ao sabor de rumores e boatos. Assim, poderia a administração da TCP deixar de tomar a decisão que encerraria essas suposições e permitiria ao mercado precificar adequadamente as ações TCO? A decisão precisava ser tomada.

a. Da possibilidade de manipulação de preços:

- "No início, em 24 de abril de 2003, o reclamante argumentou que a utilização do preço das cotações de mercado para a fixação da Relação de Substituição era inadequada, pois as ações da TCO encontravam-se, naquele momento, sub-avaliadas, em decorrência da relação entre o antigo controlador e a TCO. Nessa mesma reclamação, acusou a TCP frontalmente de ter cometido um crime, o de manipulação de preços de mercado, ao ter divulgado de maneira precipitada, uma relação de substituição baixa, que não levava em conta o acréscimo no valor das ações da TCO que decorreria da informação de que o seu controle havia sido transferido para a TCP. Segundo o reclamante, tal divulgação teve por objetivo fazer com que a TCP pudesse auferir vantagens às suas custas, caracterizando um ilícito criminal. O terceiro argumento foi o de que a diferença entre o valor das ações preferenciais e o daquelas integrantes do bloco de controle seria desarrazado, de forma que parte do "prêmio de controle pago estaria sendo feito com a sonegação do valor devido aos titulares das ações preferenciais".
- O Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários, endossando análise da sua Gerência de Acompanhamento do Mercado 2, teria dito: " Reitero que não há como provar que houve efetiva manipulação de preço". (fls. 520 do IA CVM n º 22/03)
- "Já na segunda manifestação, de 11 de agosto, não mais se falou de crimes, mas sim, do fato de, ao divulgar a Relação de Substituição, a TCP ter Deixado de apresentar laudos de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado."
- "E, agora, deixando de lado os argumentos principais feitos nas comunicações anteriores, e utilizando-se de argumentos novos, busca o reclamante encontrar um caminho para tentar demonstrar alguma ilegalidade que tenha sido cometida no decorrer do processo de Incorporação de Ações, de modo a lhe permitir obter uma relação de substituição superior a 1,27.";
- não existe qualquer exigência ou determinação especial quanto aos critérios que podem ser adotados para avaliação das ações de cada sociedade, prevalecendo a ampla liberdade na sua fixação, desde que o critério escolhido seja reconhecido em lei e que não tenha tido como

critério de determinação a intenção de impor prejuízos aos demais acionistas; e

- vi. não prospera o argumento de que a divulgação da intenção de realizar a incorporação de Ações concomitantemente ao anúncio da contratação da aquisição controle da TCO constitui artifício utilizado pela TCP para manipular o preço das ações da TCO. Isto porque a divulgação mencionada acima foi feita em estrito cumprimento de uma obrigação legal.
- a. Quanto ao Tempo Transcorrido entre a divulgação da Incorporação de Ações e da relação de substituição e a realização da operação :
- i. O reclamante reconheceu a legalidade de se estabelecer uma relação de troca em data que não seja próxima àquela em que se efetivaria a incorporação. Ainda assim, pretende substituir o juízo de conveniência e oportunidade da administração da TCP, por um juízo próprio e hipotético de bom senso e razoabilidade;
- ii. O reclamante ignorou um "relevante trecho do Fato Relevante publicado em 16 de janeiro de 2003" e o artigo 30 do estatuto social da TCP. A Relação de Substituição precisava ser confirmada por análise econômico-financeira preparada por instituição de renome internacional, que confirmasse estar sendo dado tratamento equitativo a todas as sociedades envolvidas;
- iii. "Caso a análise econômico-financeira não pudesse confirmar o tratamento equitativo, a Relação de Substituição deveria ser substituída. Ou seja, independentemente da data de divulgação, a Relação de Substituição deveria ser equitativa quando da convocação da assembléia de acionistas para deliberar a Incorporação de Ações";
- iv. Seria de conhecimento do mercado que uma delas (TCO) precisaria realizar investimentos substanciais em desenvolvimento tecnológico em curto espaço para manter-se competitiva;
- v. Os conselheiros da TCP tinham ciência de que transcorria um importante lapso de tempo entre o anúncio da operação e as assembléias. Isso porque a transferência de controle societário da TCO, empresa concessionária de serviço público com títulos emitidos no Brasil e no exterior, dependia da aprovação da Agência Nacional de Telecomunicações, da realização da oferta pública de aquisição de ações dos minoritários da TCO (OPA) e de registros junto à CVM e Securities and Exchange Commission (SEC). Assim, cientes de seus deveres fiduciários como administradores perante a TCP, nos termos dos artigos 153 a 155 da Lei das S.A., não poderiam deliberar acerca da realização da operação de tal montante e complexidade sem, no mesmo instante, estabelecer a Relação de Substituição que seria oferecida (...) tivessem os conselheiros deixado de estabelecer a relação naquele momento, estariam eles expostos a alegações de que haviam colocado a TCP e os seus acionistas numa enorme aventura financeira. Não obstante o fato de saberem que haveria lapso de tempo, é importante que se frise que ele deveu-se, exclusivamente, aos prazos legais e regulamentares necessários para a implementação de cada um dos passos da operação, e não à desídia da TCP;
- vi. "... a transferência do controle acionário da TCO (anunciada em 16 de janeiro de 2003), foi aprovada pela ANATEL apenas em 11 de abril de 2003. Dias após tal aprovação, foi realizado o fechamento da operação de compra e venda de tal controle (25 de abril de 2003) e, dentro do prazo estipulado pela Instrução CVM 361/02, isto é, em 23 de maio de 2003, a TCP protocolou pedido de registro da OPA";
- vii. Quando estava iminente a obtenção do registro da OPA junto à CVM, a TCP e a TCO contrataram as instituições financeiras Merrill Lynch & Co e Citigroup Global Market Inc. para procederem à análise econômico-financeira da TCO e TCP que avaliasse a equidade da operação para as duas companhias, na data mais recente possível das assembléias, e contratou a KPMG Auditores Independentes, para a preparação do laudo do patrimônio líquido da TCO, e a KPMG Corporate Finance para os laudos dos patrimônios líquidos a preços de mercado da TCO e da TCP;
- viii. "Concluídos os laudos dos auditores e as análises econômico-financeiras, com base nas metodologias que as respectivas instituições contratadas determinavam ser as mais apropriadas, foi confirmado pelos bancos que a Relação de Substituição ainda era equitativa. Assim, a TCO e a TCP trataram de tornar os documentos da Incorporação de Ações públicos e convocar as assembléias de acionistas respectivas em prazo suficiente para que os acionistas pudessem compreender e analisar os documentos que fundamentam a Incorporação de Ações. Foram dados 55 dias entre a primeira convocação e a data da assembléia de acionistas, 15 dias a mais do que a previsão estatutária e 30 dias a mais do que a previsão legal";
- ix. O artigo 248 da Lei 6404/76 seria inaplicável, pois ele trata de equivalência patrimonial e, conseqüentemente, da definição do valor contábil do investimento que a sociedade controladora tem na controlada. Comparar a situação descrita no artigo 248 com a Incorporação de Ações seria permitir absurdos equivalentes ao de se autorizar, por exemplo, que o laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da controlada fosse anterior em até 60 dias ao do mesmo laudo da controladora.
- x. "A outra analogia feita pelo reclamante referia-se ao direito de retirada. Essa também seria inadequada. O direito de retirada, na hipótese mencionada, seria calculado com base no valor contábil de, via de regra, 31 de dezembro. Se a lei pretendia garantir ao acionista dissidente, na retirada, o valor contábil de sua participação na sociedade, desconsiderar os resultados de até 15 meses seria não só desarrazoado, como injusto. A melhor analogia para esse dispositivo seria, no entanto, equiparar a divulgação em 16 de janeiro ao último balanço aprovado e as análises econômico-financeiras ao balanço especial de que trata o artigo 45 da Lei 6404/76."
- a. Não Exclusão dos Ágios na aquisição das controladas no Laudo de Avaliação da TCP, elaborado pela KPMG com base no Patrimônio Líquido a Valor de Mercado
- i. "ainda que a TCP possa concordar com a premissa indicada pelo reclamante, discorda frontalmente de sua conclusão";
- ii. em discussões com a KPMG Corporate Finance, nem a TCO, nem a TCP, conseguiram firmar convencimento definitivo sobre a forma mais adequada de avaliação do investimento em controladas, já que, enquanto a KPMG Corporate Finance continuou a sustentar a adequação dos métodos por ela utilizados, o escritório que assessorou as Cias. opinou no sentido de que a interpretação literal do parágrafo segundo do art. 264 levaria à conclusão de que os ágios não deveriam ser incluídos. Assim, a despeito de tal divergência, para que se garanta o curso normal, equitativo e transparente da operação, a TCP solicitou à KPMG Corporate Finance que produzisse novo laudo, mas sob a condição de deixar claro o seu posicionamento quanto ao método mais adequado para a realização de tal avaliação (que é refletido no primeiro laudo emitido);
- iii. "esse ponto terá sido definitivamente encerrado, não mais podendo ser alvo de quaisquer alegações de violação a leis e regulamentos que pudessem eventualmente fundamentar um pedido de interrupção de curso de assembléias, nos termos do artigo 124 da Lei 6.404/76";
- iv. independentemente do laudo que se adote, esse aspecto em nenhum momento trouxe ou trará qualquer prejuízo para os minoritários da TCO (potenciais beneficiários do novo valor do direito de retirada). Em primeiro lugar, porque o valor contábil da TCO é maior do que o seu valor patrimonial a preços de mercado, tornando o laudo sem função pecuniária, restando apenas seu caráter informativo;
- v. em segundo lugar, porque sanada eventual discrepância que pudesse ter havido na informação divulgada, o que ocorreu efetivamente com a divulgação do novo laudo naquela data, os acionistas teriam ainda 31 dias para conhecer e observar as informações constantes desse laudo;

- vi. o reclamante pretendeu, ainda, sugerir que a Relação de Substituição seria inaceitável porque o laudo patrimonial a preços de mercado indicariam uma reclamação de substituição bastante superior. Frise-se, aqui, que o § 3º do artigo 264, que trata dos efeitos desse laudo, limitou-os à permissão de os acionistas dissidentes da incorporada utilizarem-no para fins de direito de retirada, mas jamais para alterar a Relação de Substituição ou invalidá-la;
- vii. "a não vinculação da relação de substituição ao valor dos patrimônios líquidos das sociedades a preços de mercado deve-se, dentre outras coisas, ao fato de que o critério é arbitrário e é menos representativo em sociedades cujo valor derive de forma substancial de ativos intangíveis que não constam do balanço patrimonial, como no caso de empresas prestadoras de serviços, nas quais, parcela significativa de seu valor está alocado no posicionamento de mercado, potencial de mercado, carteira de clientes, marca, know-how, etc...";
- viii. "esse critério também tem menos importância em empresas nas quais a depreciação com base no preço de mercado é muito mais acelerada do que a depreciação calculada com base na diminuição da utilidade do bem, seguindo os critérios contábeis usuais. Esse fenômeno ocorre, principalmente, em empresas altamente dependentes de tecnologia, nas quais os ativos sofrem extrema desvalorização não por perderem utilidade, mas por serem substituídos no mercado por equipamentos mais modernos";
- ix. "TCP e TCO são prestadoras de serviços que apresentam características mencionadas nos parágrafos acima e, conseqüentemente, o patrimônio líquido a preços de mercado delas é menos representativo dos valores das sociedades do que aqueles decorrentes de outras metodologias, tais como o fluxo de caixa descontado, que captura o impacto dos ativos intangíveis no valor da sociedade".
- x. Instada a se manifestar, a KPMG alegou, em resumo, que:
- Embora não exista legislação definindo o que constitui o critério do patrimônio líquido ajustado a valor de mercado e quais os procedimentos e base comparativas a ele aplicáveis, tem sido prática usual de mercado considerar que esse critério presume a avaliação dos ativos contábeis que compõe o acervo líquido avaliado, todos considerados pelo valor que estes provavelmente atingirão em caso de realização;
 - Caso o avaliador opte pela valorização das participações societárias exclusivamente pela aplicação do critério de patrimônio líquido de suas controladas, ajustado a valor de mercado, estaria omitindo em sua avaliação, eventuais mais valias existentes em ativos alienáveis que compõem o seu próprio acervo líquido avaliado, inclusive aquelas registradas e pagas, representadas pelos valores de ágio, contrariando os próprios fundamentos do critério eleito para a avaliação, que pressupõe ativos avaliados por seu preço de realização;
 - Entretanto, ao desconsiderar totalmente os ágios relativos às participações da TCP em suas empresas controladas, a nosso ver, há, ao menos no cálculo realizado, um benefício aos acionistas minoritários da TCO, uma vez que estes, no mínimo, estariam teoricamente adquirindo, de acordo com a relação de troca assim calculada e sem qualquer contrapartida, parte dos intangíveis das controladas da TCP (a exemplo daqueles pagos quando da recente aquisição da Global Telecom) que foram objeto de desembolsos pela TCP. A desconsideração das mais valias pagas poderia, inclusive, vir a prejudicar, hipoteticamente, os minoritários das TCP.
 - o art. 9º, *caput*, da Instrução CVM nº 319/99, não é aplicável ao caso sob análise, uma vez que trata, apenas e exclusivamente, do critério para cálculo da relação de substituição de ações, em operação de sociedades, sendo inaplicável, portanto, às hipóteses de incorporação de ações;
 - §2º, do art. 264, da Lei 6.404/76, diferentemente do que alega o Reclamante, não contempla determinação no sentido de obrigar a exclusão do ágio pago na aquisição do controle, do cálculo da relação de substituição de ações, sendo expresso apenas no sentido de reiterar a obrigatoriedade de que a avaliação de cada patrimônio líquido deve ser feita com base em preços de mercado.
 - Todavia, independentemente de todas as questões e considerações acima formuladas na interpretação do §2º do art. 264 da Lei nº 6.404/76, realizada pelos consultores jurídicos da TCP, os ágios mantidos pela TCP em suas controladas, líquidos de suas provisões para perdas, deveriam ser desconsiderados na aplicação de qualquer metodologia de avaliação.
 - Como conseqüência dessa interpretação jurídica acatada pela Administração da TCP, **efetuamos esse ajuste e reemitimos o relatório** em 21 de novembro de 2003.
- a. Análises econômico-financeiras elaboradas pelo Citigroup Global Market Inc. e por Merrill Lynch & Co.
- i. "As análises econômico-financeiras não são objeto de lei ou regulamento, mas do estatuto social da TCP, e, portanto, não podem fundamentar decisões da CVM com base no artigo 124, § 5º, II."
- ii. A preparação de análises independentes de fluxo de caixa descontado, por solicitação da companhia, é, via de regra, feita com base em informações, projeções e estimativas produzidas pela administração da empresa avaliada, no curso normal de seus negócios não só porque seus administradores são os que melhor conhecem o negócio, mas porque são eles que definem o nível de investimento, as despesas com marketing, a estratégia comercial etc... O papel do avaliador é analisar a consistência das informações prestadas e compará-las com as relativas a outras empresas comparáveis e ponderá-las a partir de sua expertise como avaliador financeiro."
- iii. O estatuto social da TCP requer a contratação de apenas uma empresa de renome, a TCP contratou duas. "Além disso, é difícil de se compreender como duas instituições de renome internacional, que avaliaram – com base na mesma metodologia a partir do mesmo grupo de informações – as mesmas empresas, que operam no mesmo país, que atuam na mesma indústria e que estão sujeitos aos mesmos riscos, poderiam adotar premissas substancialmente diferentes. E se elas fossem diferentes, não seria mais grave? E se só houvesse um laudo? Esse argumento do reclamante simplesmente não se sustenta."
- iv. Quanto às avaliações (relatórios de *research*) produzidas pelos departamentos de *research* dos bancos que produziram análises da TCO e da TCP, as Companhias alegaram que os analistas de *research* trabalham, exclusivamente, com informações que já tenham sido veiculadas publicamente.
- v. Enquanto os relatórios de *research* visam a indicar metas de preços de curto prazo, a análise econômico-financeira busca determinar o valor econômico (intrínseco) das companhias levando em conta as informações prestadas pelas administrações.
- vi. "Se estivessem representando um mesmo interesse, por óbvio que os relatórios de *research* ou não sairiam, ou sairiam alinhados com o resultado da análise econômico-financeira."
- vii. O quarto e derradeiro argumento é o de que os departamentos de *research* de outras instituições financeiras indicaram fluxos inferiores para TCP. O reclamante não apresentou qualquer informação a respeito da fonte a partir da qual obteve tais dados. Além disso, conforme indicado acima, relatórios de *research* têm função diversa de análises econômico-financeiras, e fundamentam-se em informações menos qualitativas do que tais análises.
- viii. Ainda que essas outras instituições tivessem tido acesso a informações superiores àquelas fornecidas à Merrill Lynch & Co e ao Citigroup Global

Market Inc, não haveria razão para justificar porque o trabalho dessas duas deveria ser descredenciado em favor do trabalho produzido por aquelas.

ix. Instados a se manifestarem a respeito, Merrill Lynch & Co e ao Citigroup Global Market Inc. alegaram, em resumo, que:

- utilizaram informações fornecidas pelas próprias Companhias;
- apesar de terem realizado suas avaliações de forma independente, qualquer semelhança entre os laudos deveu-se ao fato de terem se baseado nas mesmas informações;
- é prática comum que os departamentos de *research* sejam separados dos bancos de investimento. Os analistas de *research* têm acesso apenas às informações públicas, diferentemente dos bancos de investimento que têm acesso às informações internas das Companhias. Além disso, os relatórios de *research* têm finalidade de auxiliar os investidores nas suas negociações em bolsa, enquanto os relatórios dos bancos de investimento procuram fazer uma avaliação econômico-financeira das Companhias; e
- com relação às análises de outras instituições, os avaliadores não julgaram ser apropriado se pronunciar.

Conclusão

Cabe ressaltar o entendimento, já manifestado pela SEP na análise de outras operações, no sentido de que a incorporação das ações dos minoritários de companhia controlada caracteriza-se como sendo, na sua essência, uma operação onde o acionista controlador está deliberando consigo mesmo, visto que está presente, nas deliberações de ambas as companhias, apenas uma vontade, ou seja, não existem duas maiorias acionárias distintas, que deliberem, separadamente, sobre a operação defendendo os interesses de cada companhia. Diante disso, a incorporação de ações de companhia controlada impõe ao controlador procedimento rigoroso na justa avaliação dos patrimônios e na equânime relação de troca das ações.

Em princípio, os procedimentos adotados pela TCP, especialmente em relação à divulgação dos critérios utilizados e das razões de equitatividade da relação de troca utilizados na operação em análise, não teriam, a rigor, atendido à regulamentação vigente, havendo, ainda, questionamentos quanto à própria equitatividade que merecem ser melhor apreciados.

Deve-se considerar, ainda:

- a. que o novo laudo de avaliação elaborado pela KPMG com base no Patrimônio Líquido a preços de mercado resulta em uma relação de 3 ações de TCP para cada ação de TCO ;
- b. que as alegações dos requerentes no sentido de que as ações da TCO estariam subavaliadas, em função da falta de informações, e de que o controlador teria divulgado a relação de troca com o objetivo de criar condições anormais de mercado abrangem uma série de questões, envolvendo a oportunidade da divulgação e a equitatividade da relação de troca de ações; e
- c. principalmente, o tempo transcorrido entre a divulgação da operação (16.01.03) e a divulgação dos Laudos de Avaliação (27.10.03).

Isto posto, entendemos que as questões apresentadas precisam ser melhor analisadas, devendo, inclusive, ser solicitada a manifestação da PFE-CVM a respeito, pelo que encaminhamos o presente processo a essa Superintendência Geral, sugerindo, conforme dispõe a Instrução CVM nº 372/02, seu envio ao Colegiado para a sua apreciação quanto à necessidade de interrupção, por até 15 (quinze) dias, do curso do prazo de antecedência da convocação das assembleias-gerais extraordinárias das companhias, nos termos do artigo 124, parágrafo 5º, inciso II da Lei nº 6.404/76.

Atenciosamente,

DANIEL ALVES ARAUJO DE SOUZA

Analista

JORGE LUÍS DA ROCHA ANDRADE

Gerente de Acompanhamento de Empresas – 4

ELIZABETH LOPEZ RIOS MACHADO

Superintendente de Relações com Empresas