

PARA: SGE MEMO/CVM/SEP/GEA-4/033/03

DE: SEP/GEA-4 DATA: 24.12.03

ASSUNTO: Interrupção do curso do prazo de antecedência para a realização de AGE – artigo 124, parágrafo 5º, inciso II da Lei nº 6.404/76

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

Senhora Superintendente Geral,

No MEMO/CVM/SEP/GEA-4/030/03, de 11.12.03, estão contidos os principais argumentos apresentados pelo requerente, Escritório Bulhões Pedreira, Bulhões Carvalho, Piva, Rosman e Souza Leão Advogados - representante do Fundo JGP Hedge de Investimentos Financeiro ("FUNDO"), pelas Companhias - Tele Centro Oeste Participações S.A. ("TCO") e Telesp Celular Participações S.A. ("TCP"), bem como os principais esclarecimentos prestados pelas instituições avaliadoras - Citigroup Global Market Inc. e por Merrill Lynch & Co. (fls. 1.115/1.137).

Em 11.12.03, o Colegiado da CVM decidiu interromper o curso do prazo de antecedência da convocação das assembleias gerais extraordinárias das Companhias, marcadas para 22.12.03, nos termos da Ata de Reunião Extraordinária :

Face aos questionamentos apontados e às dúvidas enumeradas no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/030/03, desta data, o Colegiado por unanimidade entendeu ser indispensável interromper o prazo de convocação das assembleias gerais extraordinárias de Tele Centro Oeste Participações S.A. (TCO) e de Telesp Participações S.A. (TCP), que estavam convocadas para o dia 22 do corrente mês, a fim de permitir uma análise sobre a legalidade das propostas a serem submetidas aos respectivos acionistas.

Em análise contida no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/031/03, de 15.12.03, foi manifestado o entendimento da SEP, em relação às questões envolvendo a divulgação da operação de incorporação de ações. Foram propostos, ainda, os seguintes procedimentos adicionais (fls. 1.148/1162):

- a. o envio de ofícios às companhias com cópia aos avaliadores, solicitando esclarecimentos adicionais a respeito das análises econômico-financeiras (vide §§ 9º e 10º deste MEMO);
- b. o envio de cópias dos MEMOS CVM/SEP/GEA-4/030 e 031/03 à Comissão responsável pela condução do IA CVM nº 022/03; e
- c. a solicitação de manifestação da PFE-CVM a respeito dos seguintes aspectos:
 - i. aplicabilidade da Instrução 319/99 às operações de incorporação de ações;
 - ii. se o tempo transcorrido invalidaria o critério utilizado no cálculo da relação de troca; e
 - iii. considerando os argumentos apresentados pelo reclamante no sentido de que o fechamento de capital seria o passo seguinte à incorporação de ações dos acionistas minoritários da controlada (vide item i da letra "b" do § 23 do Memo CVM/SEP/GEA-4/Nº 030/03, fls. 1.123), se caberia a esses minoritários o direito previsto no artigo 4º-A da Lei nº 6404/76.

Em 12.12.03, o Escritório Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados enviou nova correspondência, requerendo que a "CVM determine o imediato cancelamento da convocação das AGE de TCO e TCP para o dia 07.01.04 e que as Administrações de ambas as Companhias se abstenham de realizar qualquer ato tendente à realização de tais conclaves, enquanto essa Autarquia não se manifestar acerca da legalidade das propostas a serem submetidas aos respectivos acionistas".

Tal requerimento foi analisado pela SEP nos termos do MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 032, de 17.12.03, tendo sido manifestado o entendimento no sentido de que (fls. 1.182 e 1.183):

- a. o término do prazo de interrupção coincidirá com a manifestação da CVM quanto à legalidade das propostas;
- b. caso o término do prazo de interrupção viesse a ocorrer em data posterior a 22.12.03, a realização da AGE já convocada para 07.01.04 resultaria em um descumprimento do prazo mínimo de quinze dias para a sua convocação, devendo a Companhia realizar nova convocação;
- c. não havia como determinar, naquele momento, o cancelamento da convocação das AGE de TCO e TCP para o dia 07.01.04, ou mesmo, que as Companhias se abstivessem de realizar qualquer ato tendente à realização de tais conclaves, como solicitado pelo reclamante, tendo em vista, o disposto no artigo 2º, § 5º, da Instrução CVM Nº 372/02;
- d. não obstante, submetemos esses assuntos à análise desta PFE, haja vista a solicitação do PTE e o fato de tratar-se de questões de cunho eminentemente jurídico

Dos Laudos de Avaliação

Sobre as análises econômico-financeiras elaboradas pelo Citigroup Global Market Inc. e por Merrill Lynch & Co., apresentamos breve histórico:

- a. em 27.10.03, a TCP divulgou análises econômico-financeiras elaboradas pelo Citigroup Global Market Inc. e por Merrill Lynch & Co. contratados com o objetivo de atender ao disposto no artigo 30 do Estatuto Social da Companhia.
- b. o reclamante, Fundo JGP, alegou que tais laudos não serviriam para o propósito a que se destinavam, na medida em que não representariam uma avaliação independente, o que se evidenciaria pelo seguinte:
 - i. as projeções financeiras "foram aquelas fornecidas pela própria companhia – sendo expressamente ressalvados que os avaliadores presumem e confiam na exatidão das informações fornecidas e que não assumem qualquer responsabilidade de verificação independente de tais informações";
 - ii. as premissas utilizadas pelos dois avaliadores são praticamente idênticas;
 - iii. 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
 - iv. "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."
- a. instados a se manifestar a respeito, os avaliadores alegaram, em resumo, o seguinte:

- i. nos casos de avaliação econômico-financeira de empresas, é prática, internacionalmente aceita, a utilização de informações fornecidas pelas próprias Companhias;
- ii. apesar de terem realizado suas avaliações de forma independente, qualquer semelhança entre os laudos deveu-se ao fato de terem se baseado nas informações fornecidas pela administração de TCO e TCP;
- iii. 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
- iv. com relação às análises de outras instituições, os avaliadores não julgaram ser apropriado se pronunciar.

Em relação ao questionamento de independência de um avaliador em relação ao outro, em função da utilização de premissas semelhantes, já manifestamos o entendimento no MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 031/03, de que não haveria que se falar em irregularidade uma vez que o estatuto social da companhia somente exige a elaboração de um laudo.

No mesmo memo, foi observado que os Relatórios do Citigroup Global Market Inc. e do Merrill Lynch & Co. foram apresentados em formato resumido, se comparados com outras análises, como a preparada pelo BES Investimento do Brasil S.A., que apresentou maiores detalhes relativos aos negócios. Foi sugerido, então, o envio de ofício às companhias solicitando informações adicionais, inclusive, o envio dos Laudos de Avaliação elaborados pelos Departamentos de Pesquisa das instituições avaliadoras.

Assim, em 15.12.03, foi enviado ao Citigroup Global Market Inc. o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/042/03, com a solicitação dos seguintes esclarecimentos:

- a. enviar os Relatórios de Análise elaborados pelos Departamentos de Pesquisa do Citigroup, no período compreendido entre 15.10.03 e 15.11.03, especificando as principais diferenças nas premissas adotadas em relação ao relatório Citigroup Global Markets Inc., de 27.10.03;
- b. explicar as razões que levaram o Citigroup a projetar o lucro líquido para este ano (2003) de R\$243 milhões para a TCP (fls. 22 do relatório), tendo em vista que, durante os nove primeiros meses do ano, a Companhia apresentou um prejuízo líquido de R\$463 milhões;
- c. evidenciar, através de memória de cálculo e por segmento quando aplicável, como foram obtidos os valores das premissas constantes das fls. 16 a 24 e 30 a 38 do Relatório de Análise, especialmente, em relação aos seguintes itens:
 - i. a análise *top down* que relaciona as premissas macroeconômicas e operacionais constantes das páginas 19 a 21 do Laudo, com a evolução das projeções apresentadas para cada companhia, sobretudo nas linhas de receitas e custos;
 - ii. segmentar a receita e os custos estimados até 2012 nas suas principais linhas;
 - iii. a participação de mercado das companhias nas respectivas áreas de concessão;
 - iv. descrever como considerou a evolução das dívidas entre as companhias, principalmente a parcela relativa às debêntures emitidas pela Splice (antigo controlador) detidas pela TCO, bem como a necessidade de novos endividamentos por parte de ambas as companhias;
 - v. informar qual o percentual de distribuição de dividendos (*pay out ratio*) em relação ao lucro líquido, qual a taxa de reinvestimento dos lucros, e qual a taxa de crescimento estimado do valor da Companhia;
 - vi. o nível de inadimplência projetado;
 - vii. segmentar a projeção de capital de giro pelas suas principais linhas;
 - viii. informar quais as premissas adotadas para o processo de migração da base tecnológica (TDMA para CDMA), e explicitar, se possível, o valor que a TCP deixará de investir na construção de uma cobertura digital em rede GMS, com a finalidade de dar atendimento na área de concessão da TCO;
 - ix. detalhar a projeção de *capex*; e
 - x. informar como chegou-se à estimativa de estrutura de capital ótima, divulgada na página 27 de seu Laudo, no valor de 30%.

Na mesma data, foi enviado a Merrill Lynch & CO. os OFÍCIOS/CVM/SEP/GEA-4/041 e 43/03, com a solicitação dos seguintes esclarecimentos:

- a. enviar os Relatórios de Análise da TCO e da TCP elaborados pelos Departamentos de Pesquisa de Merrill Lynch, no período compreendido entre 15.10.03 e 15.11.03, especificando as principais diferenças nas premissas adotadas em relação ao Relatório de Análise de Merrill Lynch, de 27.10.03;
- b. evidenciar, de forma detalhada, através de memória de cálculo e por segmento, quando aplicável, as seguintes informações que basearam algumas das premissas utilizadas em seu Relatório de Análise de 27.10.03:
 - i. a análise *top down* que relaciona as premissas macroeconômicas e operacionais constantes das páginas 10, 20-21 (TCO), 25-26 (NBT), 34-35 (TCP) 39-40 (Global), com a evolução das projeções apresentadas para cada companhia, sobretudo nas linhas de receitas e custos;
 - ii. segmentar a receita e os custos estimados até 2012 nas suas principais linhas;
 - iii. informar qual a participação de mercado das companhias nas respectivas áreas de concessão;
 - iv. descrever como considerou a evolução das dívidas entre as companhias, principalmente a parcela relativa às debêntures emitidas pela Splice (antigo controlador) detidas pela TCO, bem como a necessidade de novos endividamentos por parte de ambas as companhias;
 - v. informar qual o percentual de distribuição de dividendos (*pay out ratio*) em relação ao lucro líquido, qual a taxa de reinvestimento dos lucros, e qual a taxa de crescimento estimado do valor da Companhia;
 - vi. informar o nível de inadimplência projetado;
 - vii. segmentar a projeção de capital de giro pelas suas principais linhas;
 - viii. informar quais as premissas adotadas para o processo de migração da base tecnológica (TDMA para CDMA), e explicitar, se possível, o valor

que a TCP deixará de investir na construção de uma cobertura digital em rede GSM, com a finalidade de dar atendimento na área de concessão da TCO;

- ix. detalhar a projeção de *capex*, especialmente no que se refere aos exercícios de 2004 e 2007 ; e
- x. informar como chegou à estimativa de estrutura de capital ótima, divulgada na página 8 de seu Laudo, no valor de 35%, bem como justificar o valor de 54% para o mesmo item, na página 9 do Laudo, usado para calcular o beta re-alavancado.

Em 19.12.03, foi encaminhada a resposta do Citigroup Global Market Inc. com as seguintes principais informações:

- a. em relação aos relatórios de *research*, o avaliador enviou cópia dos relatórios de pesquisa elaborados por Patrick Grenham, analista da Smith Barney, enfatizando que os mesmos não são comparáveis às análises econômico-financeiras realizadas, considerando os esclarecimentos já prestados pelo Citigroup, conforme letra "c" do § 6º retro;
- b. em relação ao lucro projetado para TCP de R\$ 243 milhões em 2003, o avaliador alega que (i) o método de Fluxo de Caixa Descontado consiste na estimativa do valor presente dos fluxos de caixa da TCP e TCO sem o efeito da alavancagem financeira nas companhias; (ii) o lucro líquido para 2003 "não leva em conta ganhos e perdas financeiras, tais como aqueles relacionados a operações de derivativos ou a ativos e/ou passivos em moeda estrangeira, incorridos até 30 de setembro de 2003"; e (iii) "o item lucro líquido para 2003 constante do nosso Relatório de Avaliação não deve ser interpretado como estimativa do que poderia ser o lucro líquido de fato da TCP";
- c. enviou planilhas contendo informações mencionadas nos itens ii e iii e vi a ix da letra "c" do § 9º retro e reiterou que as premissas macroeconômicas e a taxa de crescimento da base de clientes já haviam sido divulgadas em seu relatório, ressaltando a sua consistência com a estimativa de receita e de custos realizada e informou como foi considerada a evolução das dívidas entre as companhias e o nível de endividamento (itens i, iv e x);
- d. o valor das Companhias apurado pelo método do FDC "não é afetado por sua política de dividendos nem por sua taxa de reinvestimento de lucros". O referido método "resulta em valores estimados para as companhias em 30 de setembro de 2003 e, portanto, não contempla uma taxa de crescimento destes valores no futuro"; e
- e. segundo o Citigroup, seu relatório "não analisa o impacto de tecnologias alternativas, tal como GSM, para cobertura na área da TCO".

Na mesma data, foram encaminhados esclarecimentos de Merrill Lynch & Co. com as seguintes principais informações:

- a. em relação aos relatórios de *research*, o avaliador (i) enviou cópias de dois relatórios de pesquisa: " On Q – Latam Telecom 3Q03 Preview", datado de 16.10.03 e " Telesp Celular – A Good Quarter, But Competition Still Likely To Impact Margins", datado de 29.10.03; (ii) enfatizou que as equipes de *Investment Banking* e de *Research* operam de maneira independente e com objetivos distintos, selecionando cada equipe sua "metodologia, premissas macroeconômicas e outras variáveis que serão utilizadas na preparação de seus respectivos relatórios, o que pode levar a diferenças significativas nos resultados apresentados em cada caso; e (iii) reiterou os esclarecimentos já prestados, conforme letra "c" do § 6º retro;
- b. enviou planilhas contendo as informações mencionadas nos itens i a iii e vi a ix da letra "b" do § 10 retro e informou como foi considerada a evolução das dívidas entre as companhias e o nível de endividamento (itens iv e x);
- c. em relação às taxas de pay out ratio, de reinvestimento dos lucros, e à taxa de crescimento, alegou que (i) analisou "os fluxos de caixa livre desalavancados após impostos que estão disponíveis para serem distribuídos aos investidores. Conseqüentemente, o percentual de distribuição de dividendos a taxa de reinvestimento dos lucros não foram projetados pois elas não eram relevantes no contexto da nossa análise"; (ii) " o Relatório de Avaliação foi baseado em condições de mercado, econômicas e outras condições na situação em que essas se apresentavam e podiam ser avaliadas na data em que o mesmo foi publicado, e os seus resultados são desta forma válidos exclusivamente naquela data, de acordo com as melhores práticas internacionais utilizadas no contexto de relatórios deste tipo"; e (iii) "como resultado, não nos foi requisitado, e, de forma consistente com as melhores práticas internacionais utilizadas no contexto de relatórios deste tipo, nós não estimamos uma taxa de crescimento para os valores das Companhias ".
- d. as projeções fornecidas pela administração das Companhias não contemplou "a potencial implementação de uma rede GSM para oferecer cobertura nas áreas de concessão da TCP e TCO. Conseqüentemente, eventuais economias para a TCP decorrentes do GSM, se existentes, não foram fornecidas e não foram incluídas na análise contida no nosso Relatório de Avaliação".

Das manifestação da PFE

Em 19.12.03, foi elaborado o MEMO/PFE-CVM/GJU-2 N° 337/2003 em atenção ao MEMO/CVM/SEP/GEA-4/030/03 (vide letra "c" do §3º retro) . O referido MEMO apresentou as seguintes conclusões:

- a. nos negócios jurídicos em geral, deve-se prestigiar o conteúdo e intenção dos agentes em detrimento da forma;
- b. a intenção de TCP foi expressamente confessada e é no sentido de que a operação se caracteriza como uma compra de empresa e não uma aquisição do bloco de ações que asseguram o controle seguida de uma operação normal de reorganização societária envolvendo a criação de uma subsidiária integral;
- c. na compra de empresa é injustificável o pagamento de ágio aos controladores. Esse valor deve ser rateado entre os acionistas;
- d. na incorporação de companhia controlada por controladora não vigora liberdade de escolha de métodos de avaliação. O método escolhido deve obrigatoriamente ser o que traduz a melhor relação de troca, considerando a comutatividade das prestações;
- e. em virtude da boa-fé e da função do poder de controle, a existência de irregularidades nos laudos de avaliação é causa de invalidação do negócio jurídico; e
- f. no que concerne à interrupção, o entendimento já adotado pela CVM deve ser mantido, e a AGE não poderia ser realizada no dia marcado, cabendo a esta CVM expedir recomendação para a marcação de nova data.

Em 22.12.03, o Procurador-Chefe da PFE-CVM elaborou o DESPACHO AO MEMO/CVM/GJU-2/N° 337/2003 com as seguintes principais conclusões:

- a. "tendo em vista os elementos coligidos, resta inequívoco que se está diante de uma verdadeira cessão de empresa, em conformidade com os argumentos expendidos pelo ilustre Procurador Federal, em que não foi permitido aos acionistas titulares de ações sem direito a voto, também proprietários da empresa cedida, compartilhar das vantagens decorrentes da operação";

- b. ressalva, porém, o entendimento segundo o qual TCP "deveria ter incluído, proporcionalmente, todo o valor pago a título de prêmio de controle, porquanto esse dinheiro não pertence ao controlador, mas a todos os acionistas, de modo que nenhum sobrevalor pode ser exigido pelos antigos controladores";
- c. "é inconteste o fato de que o poder de controle possui um valor intrínseco, que se destaca e se acresce ao valor econômico das ações integrantes do bloco de controle, se consideradas isoladamente".
- d. "mesmo que se assuma que a relação de troca estabelecida na incorporação de ações de TCO é justa, isto é, que tal relação de troca reflete adequadamente o valor econômico de ambas as empresas envolvidas na operação, ainda assim ter-se-á caracterizada a ausência de equitatividade no tratamento dispensado aos titulares de ações preferenciais, pois a estes foi excluída toda possibilidade de compartilhar do sobrepreço pago, não pelo poder de controle isoladamente, repita-se, mas pela própria empresa da qual tais acionistas também são proprietários";
- e. "com efeito, considero que o estabelecimento do critério de avaliação, assim como da relação de troca, decorrem de manifesta discricionariedade dos administradores das companhias incorporadora e incorporada, posto que a lei não estabelece fórmulas rígidas para a prática desses atos. Como cediço, porém, a liberdade de escolha dos órgãos de administração deve ser exercida com permanente atenção para os deveres de lealdade e diligência a que estes se encontram adstritos na prática de qualquer ato societário (arts. 153 a 155 da Lei das S.A.)".
- f. em relação aos questionamentos formulados no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 031/03, esclarece que:
- i. embora o artigo 264 da Lei nº 6.404, de 1976, tenha sido alterado pela Lei nº 10.303, de 2001, de modo a abarcar também as operações de incorporações de ações de companhia controlada, tema antes sujeito a controvérsias, é fato que a Instrução CVM nº 319, de 1999, não sofreu a correspondente adaptação, de forma a também abranger tal modalidade de operação.
- ii. "sem prejuízo dos demais argumentos já expendidos ao longo da presente manifestação que, por razões diversas, inquinam de ilegalidade a presente operação, considero não existir mérito nas impugnações apresentadas por acionistas reclamantes fundamentadas no tempo transcorrido entre a divulgação da operação e a sua efetiva concretização, pelo simples fato de que não se está, hoje, a promover uma relação de substituição de ações com base no valor de mercado das ações de TCO e de TCP";
- iii. "tal relação de substituição, estabelecida com base na discricção dos órgãos de administração das companhias, conforme acima aludido, não só reflete o juízo de valor dos referidos órgãos acerca do que seria o critério de justiça e adequação a ser observado na operação em questão, como também se encontra amparado em dois laudos de avaliação que, *até prova em contrário*, presumem-se legítimos, e corroboram a avaliação empreendida pelos administradores das companhias".
- iv. não cabe falar-se na aplicação do disposto no art. 4º-A da Lei nº 6.404/76;

Da posição acionária do Fundo JGP e do pedido de TCO

Em 22.12.03, foi encaminhada à CVM correspondência na qual os representantes da TCO informam que o Fundo JGP Hedge Fundo de Investimento Financeiro teria aumentado sua posição em ações preferenciais da TCO de 33.300.000 para 1.126.900.000, entre os dias 31 de outubro de 2.003 e 09 de dezembro de 2003 .

Em face disso, solicitou que fosse verificada a legalidade de tais aquisições à luz do fato de que o pedido de interrupção da AGE não era informação de conhecimento do mercado.

Entendimento GEA-4

Inicialmente, cabe ressaltar o entendimento da SEP, já manifestado no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 031/03, no sentido de que, independente da aplicabilidade da Instrução 319/99, a divulgação da operação em 16.01.03 teria sido incompleta, uma vez que, naquela data, não foram divulgados o critério do cálculo da relação de substituição e as razões pela quais ela seria considerada equitativa. O critério do cálculo somente veio a ser divulgado, em Fato Relevante publicado em 22.08.03, em função de determinação da CVM.

Cabe comentar, ainda, que a avaliação de uma companhia com base no método do fluxo de caixa descontado representa, em tese, o valor do retorno produzido pela totalidade dos seus ativos operando em conjunto, inclusive daqueles ativos que eventualmente não estejam registrados em seu Balanço Patrimonial.

Como ressaltado pelo Procurador-Chefe (vide § 14, letra "f" item iii), os laudos, *até prova em contrário*, presumem-se legítimos, e corroboram a avaliação empreendida pelos administradores das companhias.

Na tabela abaixo, observa-se que as principais premissas utilizadas pelos avaliadores Espírito Santo Investment, Merrill Lynch e Citigroup são razoavelmente próximas, produzindo resultados similares:

	g – Perpetuidade	WACC	Valor Presente TCO	Valor/Ação
Merrill Lynch. (máxima)	5,0	13,50	5.600 milhões	14,98
Merrill Lynch. (mínima)	4,0	15,00	4.500 milhões	12,16
Citigroup (máxima)	4,1	14,40	4.545 milhões	13,39
Citigroup (mínima)	3,5	15,9	3.826 milhões	11,46
Espírito Santo Investment	5 a 6	14,85	4.085 milhões	11,40

Analisando as informações adicionais fornecidas pelos avaliadores, entendemos que não há, até o presente momento, elementos que caracterizem inconsistências nos relatórios de análise que pudessem vir a alterar significativamente a relação de troca neles apontada, em que pese o contido dos itens "b", "d" e "e" do § 11 e "c" e "d" do § 12. Em nosso entendimento, deve-se dar prosseguimento a essa análise no âmbito do Inquérito Administrativo CVM nº 22/03.

A avaliação das Companhias, segundo os diferentes critérios, segue no quadro abaixo. Observa-se, assim, que, mesmo que os preferencialistas de TCOC tivessem o direito de retirada com base no patrimônio líquido a preço de mercado, a cotação em bolsa seria mais vantajosa:

Critério de Avaliação	TCO (R\$/mil ações)	TCP (R\$/mil ações)	Relação de Troca
Contábil em 30.06.03	3,84	3,08	1,2468
PL a valor de mercado (Laudo KPMG de 24.10.03 – TCP com ágio)	3,36	2,71	1,24
PL a valor de mercado (Laudo KPMG de 21.11.03 – TCP sem ágio)	3,36	1,12	3,00
FCD – Laudo Citigroup	11,46-13,39	8,85 – 10,94	1,22 – 1,30
FCD – Laudo Merrill Lynch	12,16 – 14,98	9,12 – 12,20	1,22 – 1,33
Critério utilizado – cotação média dos 30 dias que antecederam o FR de 16.01.03 + 15%	4,94	4,42	1,27
Cotação média de 11.12.03	10,05	8,07	1,245

O Preço pago pela TCP pelas ações integrantes do bloco de controle foi de R\$19,49 por lote de mil ações

Conforme divulgado pela TCP em Fato Relevante de 18.11.03, os minoritários ordinaristas receberam, no total, em OPA realizada após a aquisição do controle, R\$538.803.562,79 por 32.205.831.707 ações ordinárias, o que representa R\$16,73/mil ações (80% do valor pago pelas ações integrantes do controle). O valor pago àqueles minoritários ordinaristas representaria 2,27 ações PN da TCP para cada ação TCOC3, utilizando-se a cotação média de 18.11.03 como referência (R\$7,36/mil ações). Tal relação seria 78% superior àquela estabelecida para os preferencialistas, evidenciada no quadro acima.

Chama a atenção, ainda, a relação de substituição resultante da avaliação elaborada com base no patrimônio líquido das companhias a preço de mercado (3 ações da TCP para cada ação da TCOC). Cabe considerar, no entanto, que: a) o método de avaliação dos ativos e passivos a preço de mercado revela, na realidade, o valor de liquidação das companhias; b) nessa avaliação, foi excluída a totalidade do ágio pago por TCP na aquisição do controle de TCO e de sua outra controlada – Global Telecom. Tal exclusão é discutível, do ponto de vista econômico, como alegado pelo próprio avaliador KPMG.

Quanto ao critério utilizado como base de determinação da relação de troca – a cotação média em bolsa das ações - o requerente alega que, no momento em que a operação foi divulgada, o mercado estaria subavaliando a TCO, uma vez que não era de conhecimento público o fato de que as debêntures de emissão da SPLICE seriam efetivamente resgatadas na data de vencimento. Além disso, segundo o reclamante, o tempo transcorrido desde o anúncio da operação invalidaria aquela relação, em função das variações patrimoniais que se sucederam.

Em que pesem os argumentos apontados pelo requerente, deve-se observar, mais uma vez, a existência dos dois laudos de avaliação datados de 24.10.03, que indicariam, em princípio, tratar-se de uma relação de troca eqüitativa (vide §§ 19 e 21 retro).

Cabe ressaltar, contudo, a opinião manifestada pelo Procurador-Chefe, apresentada na letra "d" do § 14 retro, de que "mesmo que se assuma que a relação de troca estabelecida na incorporação de ações de TCO é justa, isto é, que tal relação de troca reflete adequadamente o valor econômico de ambas as empresas envolvidas na operação, ainda assim ter-se-á caracterizada a ausência de eqüitatividade no tratamento dispensado aos titulares de ações preferenciais, pois a estes foi excluída toda possibilidade de compartilhar do sobrepreço pago, não pelo poder de controle isoladamente, repita-se, mas pela própria empresa da qual tais acionistas também são proprietários".

Entendemos, ainda, que a questão apontada pela TCO referente às aquisições de ações feitas pelo Fundo JGP, deve ser apurada em processo administrativo à parte (vide §§15 e 16).

Por fim, ressaltamos que, caso a TCP e a TCO mantenham a intenção de realizar as assembléias, após o término do prazo de interrupção, deverão realizar outra convocação informando a nova data de realização, tendo em vista o disposto no parágrafo 5º e na letra "f" do parágrafo 13.

Isto posto, encaminhamos o presente processo a essa Superintendência Geral, sugerindo seu envio ao Colegiado para a sua apreciação nos termos do artigo 124, parágrafo 5º, inciso II da Lei nº 6.404/76.

Atenciosamente,

Original assinado por Original assinado por

DANIEL ALVES ARAUJO DE SOUZA

JORGE LUÍS DA ROCHA ANDRADE

Analista

Gerente de Acompanhamento de Empresas – 4

De acordo

Original assinado por

ELIZABETH LOPEZ RIOS MACHADO

Superintendente de Relações com Empresas