

Brasil Telecom S.A.

Processo CVM nº RJ-2011-9011

Senhor Superintendente,

Trata-se de recurso protocolizado nesta Autarquia em 24.01.12 (fls. 868/909), apresentado por Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações, gerido por Tempo Capital Gestão de Recursos Ltda. ("Tempo Capital" ou "Recorrente"), contra o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas manifestado por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº06/12, de 09.01.12 (fls. 842/844).

#### Do Entendimento da SEP

2. Convém transcrever o teor desse ofício, em que consta o entendimento da SEP ora recorrido:
  - a. "referimo-nos à reclamação protocolizada em 28.07.11, por Tempo Capital Gestão de Recursos Ltda e Pragma Gestão de Patrimônio Ltda (em conjunto "Reclamantes"), aditada em 10.10.11, 19.10.11 e 28.11.11, sobre questões relativas à reorganização societária envolvendo BrT, Coari Participações S.A., Telemar Norte Leste S.A. e Tele Norte Leste Participações S.A., controladas direta e indiretamente pela Telemar Participações S.A. ("Tmar Part")";
  - b. "**no que tange aos comitês independentes constituídos para os fins previstos no Parecer de Orientação nº 35 ("PO35")** , esse parecer determina a necessidade de haver a efetiva negociação para definir a relação de substituição a ser proposta na operação";
  - c. "com base na documentação constante dos autos, neste momento, não foi possível concluir pela não observância das recomendações ali contidas, tendo em vista que não foram constatados desvios na constituição dos Comitês Independentes, tampouco na atuação de seus membros, bem como não foram identificados indícios de que não tenha havido a efetiva negociação entre os Comitês";
  - d. "**com relação à bonificação proposta aos acionistas de BrT** , não restou comprovado que essa operação foi estruturada única e exclusivamente com o fim de assegurar o controle acionário de Tmar Part após implementada a operação, não tendo sido caracterizado benefício particular a essa acionista, razão pela qual, a princípio, não haveria impedimento ao exercício de voto por Tmar Part sobre a matéria";
  - e. "**no que tange ao impedimento de voto em razão de conflito de interesses** , conforme entendimento consolidado desta Autarquia, não há que se falar no impedimento de voto previsto no §1º do art. 115 da LSA em operações de que trata o art. 264 da LSA. Segundo consta inclusive do preâmbulo do PO 35, "é pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações";
  - f. "**no que se refere ao questionamento relativo à adoção do critério de cotação para a fixação das relações de substituição** , deve-se observar que em casos precedentes desta Autarquia, dos quais destaca-se o Processo CVM nº RJ-2007-15051, já foi consolidado o entendimento desta Superintendência, segundo o qual "a Lei nº 6.404/76 não estabelece critérios de avaliação dos patrimônios líquidos para fins de obtenção da relação de substituição em operações de reestruturação societária, ainda que envolvendo companhias sob controle comum (como ocorre no caso em análise), pelo que, nos casos recentes analisados pela CVM, tem sido autorizada a utilização dos critérios apresentados [critério de cotação, sem que os papéis de ambas as companhias integrassem índices], desde que os administradores entendam e justifiquem que os critérios adotados são os que melhor avaliam as partes envolvidas";
  - g. "nesse sentido, no caso concreto, a relação de substituição (com base no critério de cotação) foi estabelecida conforme recomendação dos Comitês Independentes constituídos nos termos do PO35, cabendo ressaltar que, conforme mencionado, não foram detectados indícios de que os Comitês não tenham negociado efetivamente a relação de substituição ou tenham sofrido limitações em seus trabalhos";
  - h. "desse modo, a finalidade do dispositivo teria sido, em princípio, alcançada com a observância das recomendações contidas no PO35, notadamente pelas razões expostas no referido relatório de análise quanto aos critérios e procedimentos que fundamentaram a decisão quanto à relação de substituição das ações";
  - i. "**no que diz respeito ao pleiteado direito de recesso aos acionistas detentores de ações ordinárias de emissão de BrT** , o entendimento desta Superintendência sobre o assunto já foi comunicado por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº271/11, de 12.12.11, e, inclusive, foi objeto de recurso, cuja a análise está sendo efetuada no âmbito do Processo CVM nº RJ-2011-11770, encaminhado ao Colegiado para deliberação".

#### Do Recurso Apresentado

2. Inicialmente, ressalta-se que, além do ofício supramencionado, a Recorrente também teve acesso à análise da SEP consubstanciada no RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº083/11, de 21.12.11 (fls. 679/779), e no MEMO/CVM/SEP/GEA4/Nº171/11, de 22.12.11 (fls. 780/782), por meio de vista dos autos ocorrida em 11.01.12 (fls. 852 e 858).
3. O presente recurso refere-se apenas aos quatro primeiros temas abordados na reclamação do Recorrente e na análise da SEP (parágrafo 2º, itens 'b', 'd', 'e' e 'f', retro). Quanto ao pleiteado direito de recesso aos acionistas detentores de ações ordinárias de emissão de Brasil Telecom S.A. (parágrafo 2º, item 'i', retro), este tema já é objeto de recurso da própria Tempo Capital, no âmbito do Processo CVM Nº RJ-2011-11770, o qual encontra-se atualmente no Colegiado para deliberação.

#### Comitês Independentes constituídos para os fins previstos no PO35 (parágrafo 2º, item 'b', retro)

4. No recurso, a Recorrente critica os trabalhos do comitê independente da BrT, baseando-se fundamentalmente em argumentos que já havia trazido ao presente processo anteriormente, por meio das correspondências de 18.10.11 (fls. 184/209) e 28.11.11 (fls. 619/648).
5. Em síntese, a Recorrente alega que "*não se pode comprovar que tenha havido as discussões almejadas pela CVM quando editou o Parecer de Orientação 35*", devido ao tempo exíguo de negociações, à incorreta valoração de aspectos operacionais das companhias, ao fato dos comitês terem corroborado uma relação de troca já definida pelo controlador, à não consideração de alternativas para a reorganização societária, bem como à não observância ao art. 11 da Instrução CVM Nº319/99 ("ICVM 319").

6. O último ponto mencionado (art. 11 da ICVM 319) será objeto de comentários mais adiante. Quanto aos demais argumentos, entendo que não há motivos para que seja revisto o entendimento da SEP.
7. As companhias apresentaram extensa documentação informando sobre a composição dos comitês (fls. 910/913), a cronologia de suas atuações (fls. 556/576 e 914/919) e suas recomendações finais (fls. 578/582 e 920/921v). Além disso, os comitês contrataram assessores financeiros e jurídicos que, de acordo com a documentação apresentada, forneceram subsídios para os trabalhos dos comitês (fls. 253/338).
8. Analisando os documentos apresentados, assim como aqueles obtidos com as diligências efetuadas pela SEP/GEA-4, que compõem os presentes autos, não é possível afirmar que a composição dos comitês não respeitou as recomendações trazidas no PO35, que os membros dos comitês não tenham emvidados esforços no intuito de analisar a reestruturação societária e discutido sobre critérios alternativos para estabelecer as relações de troca, bem como que não tenha havido efetiva negociação entre os comitês.
9. Reitero a ressalva efetuada no RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº083/11, de 21.12.11 (fl. 778), de que não parece adequada, à luz das recomendações do PO 35, a indicação de relação de troca previamente à atuação dos comitês, ainda que "para fins meramente informativos". Entretanto, tal constatação não seria suficiente, a princípio, para invalidar a conclusão constante do RA de que "*não foram identificados, até o presente momento, indícios objetivos que permitam concluir ter havido irregularidades na atuação do Comitê Especial da Brasil Telecom S.A.*".

Bonificação proposta aos acionistas de Brasil Telecom S.A. ("BrT") (parágrafo 2º, item 'd', retro)

10. Quanto à bonificação proposta aos acionistas de BrT, a Recorrente argumenta que, apesar de não restar comprovado que a bonificação "*foi estruturada única e exclusivamente com o fim de assegurar o controle acionário de Tmar Part após implementada a operação*", a mesma representou "*um meio de diluir a participação acionária dos acionistas da BRT e com isso permitir uma relação de troca mais favorável para assegurar o controle majoritário à TmarPart, gerando um benefício particular para esta*". Desta forma, de acordo com a Tempo Capital, a Tmar Part estaria impedida de votar sobre a matéria.
11. Entendo que não procede o argumento da Recorrente. O alegado benefício particular do acionista controlador poderia ser cogitado caso fosse patente que a bonificação em questão representasse um modo de garantir o controle acionário aos atuais controladores, o que, como já mencionado no citado RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº083/11 (fl. 776), não parece ser o caso, pois, mesmo sem a distribuição da bonificação, os acionistas controladores diretos e indiretos ainda possuiriam mais de 50% do capital votante da BrT, finda a reorganização societária.
12. Um efeito natural da bonificação, como afirma a Recorrente, é diluir a participação acionária de todos os acionistas de BrT (pois parte do valor de suas ações será monetizado, via a distribuição de dinheiro pelo resgate das ações dadas em bonificação, afetando a relação de troca). O mesmo efeito ocorreria com a distribuição de dividendos ou outro provento monetário. Entretanto, em princípio, não é possível vislumbrar um benefício particular derivado dessa diluição, que prejudicasse o direito de voto do controlador sobre a questão. Essa diluição não se confunde, a princípio, com a diluição injustificada que a Lei busca evitar, notadamente em razão da contrapartida financeira.
13. Nas palavras da BrT, em sua resposta, a bonificação "*é um tratamento beneficiado dado aos acionistas da BRT, que, diferentemente dos acionistas das demais companhias, receberão, não ações, mas uma soma relevante em dinheiro*", tendo sido proposta "*como uma forma de otimizar a estrutura de capital em benefício da Companhia e de seus acionistas*".
14. Diante do exposto, a meu juízo, entendo que não merece reforma o entendimento exarado no citado RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº083/11, no sentido de que "*diante das informações disponíveis até o momento, não foram identificados elementos que permitissem concluir que a bonificação foi proposta com o fim de trazer algum tipo de benefício particular aos acionistas controladores que pudesse impedir o seu exercício de voto*".

Impedimento de voto do controlador no âmbito do art. 264 da Lei nº 6.404/76 (parágrafo 2º, item 'e', retro)

15. Em relação à questão sobre o eventual impedimento de voto do acionista controlador no âmbito das operações societárias compreendidas na reorganização societária das Empresas Oi, as quais se encontram sob o escopo do artigo 264 da Lei nº 6.404/76 ("LSA"), entendo que o recurso apresentado não merece maiores comentários, tendo em vista que não foram apresentados argumentos novos que justificassem a consignação de comentário adicional sobre a matéria, bem como pelo fato da questão de mérito conceitual já ter sido abordada recentemente pelo Colegiado, no julgamento do Processo CVM Nº RJ-2011-4394 (pedido de interrupção de AGE – Vivo / Telesp), em 26.04.11.

Adoção do critério de cotação para a fixação das relações de substituição – art. 11 da Instrução CVM Nº319/99 (parágrafo 2º, item 'f', retro)

16. Em seu recurso, a Tempo Capital afirma erroneamente que o entendimento da SEP seria de que o artigo 11 da ICVM 319 teria sido revogado pelo advento do PO 35 e por precedentes neste sentido.
17. Não é este o entendimento da SEP e em momento algum esta Superintendência manifestou-se nesta linha. Conforme argumenta a própria Recorrente, um Parecer de Orientação (que traz recomendações, não imposições) ou precedentes, sejam da área técnica ou do próprio Colegiado, não teriam o condão de revogar, expressa ou tacitamente, dispositivo de uma Instrução da CVM. Para tanto, seria necessária a edição de norma superior ou de igual importância hierárquica (Lei ou nova Instrução).
18. Entretanto, o entendimento da SEP é de que o art. 11 da ICVM 319 deve ser interpretado de acordo com o bem jurídico que o mesmo vem a tutelar.
19. A Lei Societária não traz regra estabelecendo quais são os critérios para determinar as relações de troca entre as ações de companhias envolvidas em operações societárias. Sendo assim, as partes, em princípio, são livres para estabelecer as relações de substituição.
20. Presume-se que, nas operações negociadas entre partes independentes, a relação de troca representa o equilíbrio alcançado em uma negociação onde cada parte busca alcançar o melhor valor para si.
21. Já nas operações envolvendo partes relacionadas (controladora e controlada ou sociedades sob controle comum), esta presunção não se aplica. Nestas, conforme ressaltava a Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, não existem "*duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia*" e, nos termos do PO 35, "*é considerável, por conseguinte, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa*".
22. Nesta última situação, a Lei nº 6.404/76 e a CVM, através, entre outras, da ICVM 319, trazem remédios para minimizar o mencionado risco. O art. 11 da ICVM 319 representa uma dessas medidas.
23. Tal dispositivo proíbe que as relações de troca sejam baseadas em cotações das ações em bolsa, quando tais ações não integram "*índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsa de futuros*", ou seja, quando não possuem liquidez (no conceito da redação anterior do artigo 137, II, 'a', da Lei nº 6.404/76, introduzida pela Lei nº 9.457/97, que foi posteriormente modificada pela Lei nº 10.303/01).

24. Isto porque presume-se que a cotação de ações ilíquidas não representa o valor mais justo para as ações, a correta precificação que os agentes de mercado fazem para aqueles valores mobiliários. Desta forma, apesar da liberdade para a determinação das relações de troca, o art. 11 vem para limitar a arbitrariedade detida pelo acionista controlador, que poderia impor uma relação de troca com base em um critério que presumidamente não representa um valor justo para as ações.
25. Neste sentido, o artigo 15, inciso IV, da própria ICVM 319 trata tal conduta como uma hipótese de exercício abusivo do poder de controle pelo acionista controlador.
26. Todavia, o entendimento da SEP é de que esta presunção não é absoluta. A cotação em bolsa de uma ação "ilíquida" (de acordo com os termos do art. 11, que inclusive não foi atualizado com a nova redação da LSA) não necessariamente representa uma informação imprestável. Podem existir hipóteses em que a cotação em bolsa, mesmo com liquidez reduzida, represente o valor adequado da ação, pelo qual os participantes de mercado estariam dispostos a comprar e vender suas ações.
27. Em operações anteriores analisadas por esta Superintendência, onde a observância do art. 11 da ICVM 319 apresentou-se incidentalmente (não representava a questão central da análise), a SEP manifestou-se no sentido de que, presentes determinadas condições, não haveria problema em adotar-se, para o estabelecimento da relação de troca, o critério de cotação em bolsa de ações que não integrassem índices.
28. Uma desses casos foi o já mencionado Processo CVM N° RJ-2007-15051 (Equatorial/PCP), analisado antes da elaboração do PO 35, cuja conclusão da SEP foi de que, no caso de operações envolvendo partes relacionadas, não haveria problemas na adoção da cotação em bolsa de ações que não integrassem índices, "*desde que os administradores entendam e justifiquem que os critérios adotados são os que melhor avaliam as partes envolvidas*".
29. Ou seja, havendo justificação demonstrando que, apesar de não possuir liquidez, a cotação em bolsa representa um valor adequado para avaliar determinada ação, o bem jurídico protegido pelo art. 11 da ICVM 319 não restaria maculado.
30. A SEP reforçou essa conclusão no Processo CVM N° RJ-2008-8678 (Banco do Brasil/BESC), também anterior à publicação do PO35. Neste, a SEP propôs a abertura de Inquérito para apurar as responsabilidades pela adoção, na fixação da relação de troca, do critério do fluxo de caixa descontado, e não da cotação das ações em bolsa, do Banco do Estado de Santa Catarina S/A – BESC, na incorporação deste pelo Banco do Brasil S/A.
31. Na ocasião, os administradores do BESC alegaram que não haviam utilizado a cotação em bolsa por causa da vedação do art. 11 da ICVM 319, uma vez que as ações do BESC não integravam índices. Entretanto, esta área técnica entendeu que a vedação do art. 11 não seria suficiente para eximir os administradores de seus deveres fiduciários, pois, nos termos do RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº013/08, que analisou a operação, "*não é razoável supor que os administradores do BESC, sem nenhuma justificativa adicional, entendessem que o critério DCF avaliou melhor a companhia do que o critério de cotação*". Vale mencionar que a cotação era significativamente superior ao valor encontrado pelo método do fluxo de caixa descontado.
32. Mostra-se oportuno comentar que o Inquérito em questão, findas as investigações, foi arquivado, tendo em vista que não foram obtidos elementos suficientemente hábeis a comprovar que não houve comutatividade ou que os administradores do BESC não cumpriram os seus deveres legais. De acordo com a SPS e a PFE, as justificativas apresentadas para a adoção do critério do fluxo de caixa descontado, em detrimento da cotação em bolsa, foram razoáveis no caso.
33. Outra operação analisada foi a incorporação da Datasul S.A. pela Totvs S.A. (Processo CVM N° RJ-2008-6938), deliberada anteriormente à publicação do PO 35, sobre a qual a SEP concluiu não haver indícios de irregularidades na operação, apesar das ações da Datasul S.A. terem sido avaliadas pelo critério da cotação, mesmo sem integrarem índices representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros.
34. Quando confrontada diretamente sobre a questão, no âmbito do Processo CVM N° RJ-2009-7824 (Energisa), a SEP entendeu, por meio do MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº269/09, de 03.09.09, que seria válida a oitiva do Colegiado a respeito, a qual ainda não foi concluída.
35. É importante tecer comentários sobre os impactos à presente questão ocasionados pelo advento do PO35. Este Parecer de Orientação traz recomendações sobre procedimentos a serem adotados no âmbito de operações entre "partes relacionadas", nas quais, conforme descrito anteriormente, há o risco de não serem defendidos os interesses de cada companhia envolvida.
36. A adoção dos procedimentos descritos no PO 35, em especial a criação de comitês independentes, serviria para criar um ambiente negocial dentro dessas operações. Cumpridos corretamente tais procedimentos, a relação de troca obtida pela atuação dos comitês seria resultante de efetiva negociação, como ocorre nas transações entre partes independentes.
37. Assim, cumprido o PO 35, presume-se que, como nas operações entre partes independentes, a relação de troca representaria o equilíbrio alcançado em uma negociação na qual cada parte (no caso, cada comitê independente) buscaria alcançar o melhor valor para a companhia a qual representa.
38. Desta forma, nesses casos, a justificativa para adoção de determinada relação de troca, independentemente dos critérios adotados para seu balizamento, seria a de que esta seria fruto de efetiva negociação, onde cada parte ou comitê ponderou qual seria o melhor valor para a companhia a qual representa e negociou para obter tal valor. Essa conclusão coaduna com o entendimento da SEP, manifestado inclusive anteriormente ao PO 35.
39. É o que parece ter ocorrido no caso concreto. Como visto, "*não foram identificados, até o presente momento, indícios objetivos que permitam concluir ter havido irregularidades na atuação do Comitê Especial da Brasil Telecom S.A.*". Assim, presume-se que as relações de trocas estabelecidas foram obtidas em efetivas negociações pelos comitês independentes e que estes concluíram que as cotações das ações em bolsa representavam o melhor critério para avaliar as companhias.
40. Deste modo, justificada a adoção das relações de troca propostas (foram fruto de negociação), mesmo que algumas delas tenham sido estabelecidas com base em cotações em bolsa de ações não presentes em índices (isto é, mesmo diante da infração formal ao art. 11 da ICVM 319), o entendimento desta Superintendência, na linha dos casos anteriores, foi o de que não se justificaria a atuação da SEP no sentido de apurar as responsabilidades por tal infração formal, uma vez que o bem jurídico tutelado pelo art. 11 não se encontraria ofendido.
41. Vale ainda mencionar que, conforme verifica-se da descrição dos trabalhos dos comitês e dos laudos elaborados por seus assessores financeiros, foram levados em consideração em suas análises outros critérios, paralelamente às cotações em bolsa, como fluxo de caixa descontado, múltiplos de negociação e média de preços-alvo de analistas de *research*.
42. Adicionalmente, cabe ressaltar que nem todas as relações de trocas estabelecidas nas negociações dos comitês independentes na

reorganização societária em questão representam uma infração formal ao art. 11 da ICVM 319. As ações preferenciais de BrT (BRTO4), as ações preferenciais de Telemar Norte Leste S.A. (TMAR5) e as ações ordinárias e preferenciais de Tele Norte Leste Participações S.A. (TNLP3 e TNLP4) integram o índice Ibovespa. Apenas as ações ordinárias de BrT (BRTO3) e as ações ordinárias de Telemar Norte Leste S.A. (TMAR3) não pertencem a índices.

43. Ao cabo de seu trabalho, os comitês independentes negociaram e concluíram que todas as relações de troca deveriam basear-se nas cotações das ações em bolsa, adotando um critério único para avaliar todos os valores mobiliários envolvidos na reorganização societária. Talvez a adoção de critérios diferentes para avaliar as diferentes ações pudesse representar uma abordagem melhor, entretanto também poderia causar estranheza ao mercado e suscitar questionamentos e reclamações.

#### **Da Conclusão**

Diante de todo o exposto, **entendemos que não merece reparo o entendimento da SEP** contido no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/N°06/12, de 09.01.12, devendo ser mantido pelos seus próprios fundamentos, conforme constam dos mencionados relatório de análise e memorando, razão pela qual propomos o envio do presente processo à SGE, para encaminhamento ao Colegiado para deliberação, nos termos do inciso III da Deliberação CVM n° 463/03.

Atenciosamente,

Dov Rawet

Analista GEA-4

Marco Antonio Papera Monteiro

Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

Em exercício

De acordo

**À SGE,**

Fernando Soares Vieira

Superintendente de Relações com Empresas