

**Interessados:**Oi S.A.

**Assunto:**Pedido de Oi S.A. de autorização para alienação privada de ações de própria emissão. Possibilidade de transferência de ações em tesouraria aos administradores e outros colaboradores por ocasião da implementação de seu plano de incentivo de longo prazo – Art.23 da Instrução 10/1980.

**Diretora Relatora:**Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

**Relatório**

1. Trata-se de consulta formulada pela Oi S.A. ("Companhia", "Oi"), sobre a possibilidade de transferência de ações em tesouraria da Companhia aos administradores e outros colaboradores por ocasião da implementação de seu plano de incentivos de longo prazo ("ILP").
2. Em 18/07/2012, a Companhia protocolou a consulta nos termos que se seguem (fls. 02-05):
  - a. *"No intuito de promover alto engajamento de seus executivos e mantê-los comprometidos para garantir a realização das metas contidas no Plano de Negócios da Companhia para o período 2012-2015 ("Plano"), a Companhia iniciou estudos para a criação de um plano de incentivo de longo prazo que alinhasse os interesses dos acionistas e dos executivos da Companhia."*;
  - b. *"... em 25 de Abril de 2012, como parte da remuneração variável de executivos-chave da Companhia e de suas controladas ("beneficiários"), foi aprovada pelo Conselho de Administração da Companhia uma política de incentivo de longo prazo ("ILP"). O ILP consiste basicamente na transferência, em 2016, de ações preferenciais de emissão da Companhia mantidas em tesouraria a beneficiários selecionados, condicionada ao cumprimento, ao longo dos anos de 2012 a 2015, de metas previamente estipuladas."*;
  - c. *"O eventual pagamento será realizado, a princípio em ações preferenciais de emissão da Companhia (OIBR4)... A Companhia poderá substituir, total ou parcialmente, ações preferenciais que seriam distribuídas aos beneficiários pelo valor correspondente em ações ordinárias."*;
  - d. *"A estimativa base da Companhia é de que aproximadamente 68 milhões de ações preferenciais, correspondentes a 3,77% do total de ações que compõem o capital social serão transferidos aos beneficiários do ILP."*;
  - e. *"Porém, em razão da estrutura de remuneração aprovada para o ILP, que estabelece que uma parte das ações transferidas seja calculada com base na cotação média dos 30 pregões anteriores à data do efetivo pagamento do Bônus Executivo referentes a cada um dos exercícios de 2013, 2014 e 2015, não há como precisar antecipadamente o número total de ações que poderá ser efetivamente transferidas aos beneficiários, ainda que se suponha o atingimento de todas as*

*metas previstas pela Companhia.";*

- f. *"Com objetivo de prover à CVM uma estimativa da quantidade máxima de ações que poderão ser transferidas, a Companhia simulou um cenário.... Com base nesse cenário, o número de ações [...] alcançaria 4,6% do total de ações que compõe o capital social da Companhia.";*
- g. *"O ILP não pressupõe qualquer saída de caixa da Companhia, sendo autofinanciável, uma vez que é vinculado a resultados favoráveis no período de vigência do ILP...";*
- h. *"Dentre os beneficiários, há 9 diretores estatutários... os diretores estatutários tiveram os termos de seus contratos de ILP aprovados pelo Conselho de Administração.";*
- i. *"A transferência das ações nos moldes acima descritos, por se tratar de operação privada, requer prévia aprovação dessa d. Autarquia, nos termos da Instrução CVM n° 10/80.";*
- j. *"A respeito da possibilidade de negociação privada de ações em tesouraria, como uma forma de incentivo a executivos, destacamos que o Colegiado dessa d. CVM admitiu a transferência de ações em casos similares ao presente, os quais foram objeto dos Processos CVM RJ 2011-4494 e 2009-3983.";* e
- k. *"Em razão do exposto, requer-se a aprovação desta d. Autarquia para a transferência de ações em tesouraria da Companhia, especificamente no que se refere ao ILP, de acordo com os precedentes citados e em condições de mercado, sendo certo que tal transferência:*
  - i. *ocorrerá em igualdade de condições com terceiros ou em condições de mercado;*
  - ii. *não importará diminuição do capital social;*
  - iii. *não requererá a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço;*
  - iv. *não criará, por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não eqüitativas;*
  - v. *não terá por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador; e*
  - vi. *não será conduzida enquanto em curso oferta pública de aquisição de suas ações."*

3. Em 10/09/2012, a SEP enviou Ofício pedindo os seguintes esclarecimentos (fls. 07-08):

- i. Esclarecer o motivo de não haver aprovação em Assembleia Geral do plano de remuneração, posto que há diretores estatutários entre os beneficiários;
- ii. Apresentar o ILP via sistema IPE;

- iii. Esclarecer como se daria a transferência em "condições de mercado"; e
  - iv. Esclarecer a origem dos cálculos de "diluição", com exemplos numéricos.
4. Em 11/10/2012, a companhia forneceu as seguintes explicações: (fls. 12 a 36);
- i. Quanto à não aprovação em Assembleia Geral da remuneração de administradores para o período de 2012 a 2015
    - a. *"... a transferência de ações, no contexto do ILP, está condicionada à aprovação pela CVM bem como às aprovações societárias pertinentes. [...] O fato de o ILP estar condicionado, neste momento, ao implemento de determinadas condições, por si só, já representa entrave à sua deliberação em assembleia geral, se for o caso."*
    - b. A Companhia alegou que o ILP não envolve a outorga de uma opção de compra de ações, tal como prevista no art. 168, § 3º da Lei 6.404/1976, mas uma mera transferência de ações. No ILP, não se requer que o beneficiário exerça a sua opção perante a companhia. Cabe a esta última transferir as ações aos beneficiários do plano caso as metas sejam atingidas.
    - c. *"Considerando que a transferência das ações está prevista para ocorrer em 2016, a aprovação societária deverá ocorrer somente em 2015 ou 2016..."*;
  - ii. Quanto à não apresentação do ILP através do sistema IPE:
    - a. *"Tendo em vista que ainda não houve a aprovação da CVM, a Companhia entende que a divulgação dos termos do contrato padrão cujas condições ainda não foram implementadas poderia induzir a que os acionistas e o mercado em geral considerassem a operação concretizada."*;
  - iii. Quanto à garantia de transferência em "condições de mercado":
    - a. *"No entendimento da Companhia, a transferência ocorre em condições de mercado, pois a quantidade de ações a que fazem jus os beneficiários, tanto na parcela A, quanto na parcela B, são calculadas de acordo com as cotações de mercado das ações, de abril de 2012 até abril de 2016"*;
  - iv. Quanto à origem dos cálculos e à "diluição" potencial, a Companhia explicou as regras do plano ILP, fornecendo inclusive uma cópia de um contrato padrão entre a companhia e os beneficiários no qual os parâmetros que norteiam o número de ações a serem recebidas no ILP são especificados nos seguintes termos:
    - a. *"O Limite Total corresponde ao somatório máximo de ações a serem outorgadas ao BENEFICIÁRIO, no âmbito do Programa de Bonificação Especial de Longo Prazo, e equivale à soma das Parcelas A e B[...] sendo certo que, a quantidade de ações a ser efetivamente transferida ao BENEFICIÁRIO será avaliada em função do atingimento das Metas Estratégicas da Companhia..."*;
    - b. *"A Parcela A corresponde ao "valor de partida" que será igual a 2 (dois) targets pró rata definido para o grupo no qual o BENEFICIÁRIO estiver elegível no Programa de Bônus Executivo da Companhia [...]. Essa parcela representa o valor de (@) salários nominais pró rata do BENEFICIÁRIO na efetiva data da assinatura deste instrumento."*;
    - c. *"A Parcela B corresponde ao "matching" (1 para 1) do Programa de Bônus Executivo Anual*

do período 2012 a 2015. A quantidade máxima de ações da Parcela B será igual à soma ao valor bruto que o BENEFICIÁRIO vier a eventualmente receber a título de Bônus Executivo Anual, em cada um dos anos de vigência deste instrumento, exclusivamente relativo ao período em que o BENEFICIÁRIO foi elegível à Bonificação Especial de Longo Prazo, em conformidade com as regras específicas do Programa de Bonificação Especial de Longo Prazo. O limite de ações a ser outorgadas ao BENEFICIÁRIO com relação à Parcela B será calculado tomando-se por base o preço de fechamento médio diário dos 30 (trinta) pregões anteriores à data do efetivo pagamento do Bônus Executivo em cada ano.";

- d. "A quantidade de ações do Limite Total será acrescida cada vez que houver distribuição de resultados aos acionistas... tomando por base o preço da ação na data de aprovação da referida distribuição pelo órgão societário competente.";
- e. "São duas as metas estratégicas a serem atingidas para fins de liberação e recebimento do Limite Total, cada uma delas correspondentes a 50% do Limite Total do BENEFICIÁRIO, sendo que o atingimento destas metas para o período 2012-2015 é condição sine qua non para a definição da quantidade de ações do limite total a ser liberada para o beneficiário" (fl. 24):
  - e.1. "**Operating Free Cash Flow ("OFCF")** de R\$ 17.823.905.156,42. O OFCF é constituído pelo resultado da equação que considera o EBITDA ... de cada ano, menos os investimentos (Capex econômico) mais as receitas obtidas com as vendas de ativos, desde que aprovadas para este fim.";
  - e.2. "**Delta EVA positivo** de R\$ 1.075.869.105,90. O EVA é uma estimativa do Lucro Econômico depois de subtrair todas as despesas operacionais, inclusive o custo do Capital empregado na operação. O Delta EVA mede a variação entre o EVA do ano corrente e do ano anterior, refletindo o quanto a companhia adicionou (Delta EVA Positivo) ou destruiu (Delta EVA Negativo) de valor para o acionista.";
- f. "No caso do atingimento total das duas metas estratégicas será transferida ao beneficiário a integralidade do Limite Total. No caso do atingimento de apenas uma das duas metas estratégicas, serão transferidas ao beneficiário, ações da Companhia em quantidade equivalente a 50% do Limite Total. Caso nenhuma das metas estratégicas sejam alcançadas não haverá liberação de Limite Total alguma".
- g. A Companhia indicou que, no cenário no qual a cotação média seja de R\$ 7,70, a Companhia estima uma transferência total de 103.453.698 ações, representando 5,76% do capital social e explicou:
  - g.1. "apesar de a Companhia não ter como prever o comportamento das cotações de suas ações ou assegurar sua apreciação, é intuitivo supor que o cumprimento das metas do Plano de Negócios 2012 a 2015 poderá acarretar uma melhora na percepção dos investidores sobre os resultados da Companhia, refletindo positivamente na cotação das ações e, portanto, diminuindo a quantidade de ações que serão efetivamente transferidas.";
  - g.2. "... a hipótese de eventual desvalorização na cotação das ações, demonstrada nos cenários "-10% TP" e "-20% TP" não seria razoável, uma vez que o sucesso do Plano de Negócios 2012 a 2015 é condição sine qua non para a transferência das ações contidas no ILP.";

5. Em 14/11/2012, A SEP enviou ofício com novas solicitações nos termos abaixo: (fls. 38-39)

- i. "Em que pese a necessidade de prévia autorização da CVM para alienação privada das ações, deve-se considerar que o cálculo da quantidade de ações a serem "alocadas", fruto do Bônus Executivo Anual, será feita anualmente, inclusive já para o ano de 2012. Em face disso, por que a Companhia entende que pode aprovar a remuneração baseada em ações em assembleia geral "somente em 2015 ou 2016"?";
- ii. "As metas dizem respeito a dois indicadores ("OFCF" e "Delta EVA"). São metas anuais ou pode-se atingi-las somente no último exercício social de vigência do ILP (2015)?";
- iii. "Caso sejam metas para 2015, o Bônus Executivo Anual acumulará integralmente (Pool) em todos os anos, independentemente do desempenho?";
- iv. "É possível que a administração apresente resultados medianos ou abaixo da média durante os anos intermediários, mas receba a integralidade do Limite Total por resultados excepcionais em 2015, último ano de vigência do ILP?";

- V. *"Por que há alocação de 5 bônus (1 da Parcela A e 4 da Parcela B) se serão apenas 4 exercícios sociais (2012 a 2015)?"*;
- VI. *"Esse bônus da Parcela A refere-se a que ano e a qual contrapartida?"*;
- VII. *"Existe limitador para a quantidade de ações a serem transferidas?"*;
- VIII. *"A companhia indica uma "alocação" das ações, sem transferência definitiva aos executivos ano a ano, até o ano de 2016. Como isso se dará em termos jurídicos, de direitos patrimoniais, de direitos políticos e de registro contábil?"*;
- IX. *"Por que as ações "alocadas" ao longo dos anos teriam direito a dividendos? Não seriam ações ainda mantidas em tesouraria?"*;
- X. *"Pelos regras expostas, caso a ação caia nos períodos próximos ao pagamento do Bônus Executivo Anual, o executivo receberá mais instrumentos patrimoniais (ações) pelo mesmo valor de Bônus. Como a Companhia vê esse possível desalinhamento entre o interesse do administrador e do acionista?"*;
- XI. *"O preço da ação pode guardar relação com os resultados, porém é também influenciado por fatores alheios ao controle da Companhia. Como a Companhia pode garantir que o uso de instrumentos patrimoniais não excederá o número de ações atualmente em tesouraria e o limite previsto na legislação? Por exemplo, uma queda de 50% poderia elevar o Bônus Executivo Anual, em termos de ações, em 100%." e*
- XII. *"A Companhia afirma que a remuneração dar-se-á em condições de Mercado, entretanto as ações serão transferidas somente em 2016, mas serão "alocadas", a diversos valores, entre 2012, 2013, 2014 e 2015. Explique o entendimento de que a transferência será feita a valores de mercado se o acúmulo terá por base diversos valores, sobre os quais não há controle."*

6. Em 30/11/2012, a companhia protocolou resposta ao ofício supracitado, nos seguintes termos principais: (fls. 42 a 50):

- a. *"O ILP[...] é parte de um conjunto de instrumentos de remuneração, retenção e alinhamento dos executivos da Companhia. A rigor, tais instrumentos de remuneração não estão sujeitos à aprovação da CVM, mas, considerando as características do ILP, que envolve transferência de ações em tesouraria aos executivos, a Companhia requereu a aprovação prévia dessa transferência..."*;
- b. *Quanto à necessidade de aprovação em Assembleia Geral: "Dessa forma, uma vez que a transferência das ações [...] está condicionada à aprovação por essa Autarquia e considerando os altos custos envolvidos na convocação de assembleias, a Companhia optou, neste momento, por não convocar a assembleia geral..."*;
- c. *"Caso aprovada a transferência privada de ações pela Companhia [...] a Companhia irá, se for o caso, convocar assembleia geral para deliberar sobre a matéria." (grifo nosso)*;
- d. *Quanto à possibilidade de compensação das metas em anos posteriores: "Eventualmente, poderá acontecer de uma meta não ser atingida em um determinado ano e depois ser compensada nos anos seguintes."*;
- e. *Quanto ao período de apuração das metas: "... as metas estratégicas [...] são cumulativas para o período 2012 a 2015 e serão aferidas apenas ao final do período de vigência do ILP."*;
- f. *Quanto à possibilidade de resultados "medianos" durante o período de vigência do ILP: "... caso o resultado de um determinado ano for abaixo do esperado, o pagamento do Bônus Executivo Anual será proporcional a tal desempenho, podendo, inclusive, vir a ser zero e, conseqüentemente, a parcela do ILP daquele referido ano que irá compor o Limite Total também será zero."*;
- g. *"Desta forma, os resultados anuais estão refletidos no Bônus Executivo Anual e, conseqüentemente, no ILP [...] o Bônus Executivo Anual será proporcional ao desempenho e a parcela de ILP dos respectivos anos será equivalente ao mesmo (matching 1:1)."*;
- h. *Quanto à aparente alocação de 5 bônus para apenas 4 períodos: "Primeiramente, é fundamental esclarecer que o ILP compreende uma transferência única de ações aos seus beneficiários, em quantidade a se*

*calculada com base nas parcelas "A" e "B", de modo que não há alocação de cinco bônus. O que existe são duas parcelas, sendo uma delas dividida em quatro períodos.";*

- i. Quanto ao valor de partida estar ou não atrelado a algum resultado anual: "Não há [...] vinculação a um ano específico.";*
  - j. Quanto à existência de limite para a transferência de ações: "Não. A Companhia não tem como prever o comportamento de suas ações ou assegurar sua apreciação, porém é intuitivo supor que o cumprimento das metas do Plano de Negócios 2012 a 2016 deverá acarretar uma melhora na percepção dos investidores, refletindo positivamente na cotação das ações e, portanto, restringindo a quantidade de ações que serão efetivamente transferidas.";*
  - k. Quanto ao tratamento jurídico e contábil a ser aplicado às ações "alocadas" aos executivos: "O beneficiário do ILP possui um direito contratualmente assegurado [...] de, caso cumpridas as metas, receber ações de emissão da Companhia em quantidade calculada na parcela "A" e na parcela "B".";*
  - l. "[...] a efetiva transferência das ações somente ocorrerá em 2016, momento no qual será aferido o atingimento das referidas metas, de modo que, até o efetivo recebimento, o beneficiário não possui qualquer direito patrimonial ou político relacionado a essas ações."; (grifo nosso)*
  - m. "Com relação ao registro contábil, o mesmo ocorrerá consoante as normas do CPC 10 (R1) – Pagamento Baseado em Ações e IFRS 2 – "Share-based Payment" mediante constituição de uma reserva durante o período de aquisição do direito dos participantes à remuneração a ser paga em ações.";*
  - n. Quanto ao direito a dividendos, por parte das ações alocadas aos executivos, mas ainda mantidas em tesouraria: "Não se trata de distribuição de dividendos. Entretanto, é prática comum em planos de remuneração baseado em ações reconhecer o efeito da dedução dos dividendos no preço de mercado.";*
  - o. Quanto ao possível desalinhamento entre o interesse do administrador e do acionista: "No entendimento da Companhia, não há possível desalinhamento entre o interesse do administrador e do acionista, uma vez que a própria estrutura do ILP possui elementos, fatores e condições que colaboram para a convergência de tais interesses, tal como o fato de que o atingimento das metas do ILP será traduzido na valorização do ativo, criando valor tanto para acionistas quanto para os administradores";*
  - p. "[...] a alocação das ações ocorre anualmente e a queda das ações tem impacto direto na desvalorização do montante já "reservado" para o executivo...";*
  - q. "Dessa forma, como o preço é regulado pelo mercado, caso exista uma queda nas ações, não é possível prever a reversão de tal queda...";*
  - r. "Não obstante, o ILP possui em sua estrutura travas para mitigar que essas distorções ocorram na prática. Exemplo dessas travas é próprio bônus Executivo Anual e a cotação das ações para determinar a quantidade de ações que formará o pool de cada beneficiário. Em condições normais de mercado, a cotação das ações reflete o desempenho da Companhia, o qual, conforme já exposto acima, tende a progredir com o cumprimento das metas do Plano de Negócios de 2012 a 2015."*
  - s. Quanto à possibilidade de o número de ações a serem transferidas suplantarem o estoque em tesouraria: "A Companhia informa, ainda, que poderá adquirir novas ações e/ou [...] alterar a classe de ações...";*
  - t. Quanto à transferência com base em valores de mercado: "[...] o acúmulo terá por base diversos valores, porém tendo como base o valor de mercado da ação a cada ano, considerando o período previamente determinado da média dos 30 pregões anteriores à data de pagamento do Bônus Executivo Anual, de modo a eliminar qualquer oscilação pontual na cotação das ações dos respectivos períodos"; e*
  - u. "[...] é como se o ILP já tivesse outorgado as ações aos beneficiários, mas tivesse imposto um lock-up (restrição à venda), do qual as ações somente seriam liberadas mediante o implemento de uma condição posterior, representada pelo cumprimento de metas."*
7. Em 01/03/2013, a SEP enviou ofício a Companhia com a requisição de que esta informasse, no item 13.4 do Formulário de Referência ("FR"), parte integrante da proposta da administração para aprovação dos acionistas reunidos em AGO, os termos do ILP (fls. 51-52). A Companhia cumpriu a exigência (fls. 60-64) em relação ao FR. Contudo a ata da AGO não menciona a aprovação do plano de remuneração baseada em ações (fls. 53-59).

8. Em seu relatório, a SEP menciona dois precedentes apreciados pelo Colegiado. O primeiro é o Processo RJ 2009/3983 - Autorização Para Negociação Privada De Ações Em Tesouraria No Âmbito De Plano De Incentivo Aos Colaboradores - EDP Energias Do Brasil S.A.: (fls. 75-76). Neste precedente, "A EDP Energias do Brasil S.A. solicitou autorização especial para aprovar, diretamente pelo Conselho de Administração, a doação de ações ordinárias mantidas em tesouraria, no âmbito de um Plano de Incentivo aos Colaboradores, nos termos do art. 23 da Instrução 10/80.
9. No caso da EDP, "as ações seriam distribuídas de uma única vez, inclusive aos colaboradores que atuam em controladas. A EDP informou, ainda, que o referido Plano não será estendido aos administradores da Companhia e de suas controladas, não será atribuída qualquer carência para a venda das ações doadas e que está estudando o prolongamento e a repetição do Plano de Incentivo nos próximos exercícios sociais."
10. O Relator Otavio Yazbek observou "que a adoção de um Plano desta ordem implica a diluição dos acionistas minoritários" e por isso entendeu que o mais adequado seria, à semelhança do regime estabelecido pelo § 3º do art. 168 da lei acionária, submeter a proposta à assembleia geral da Companhia, de modo a resguardar os interesses da totalidade dos acionistas. O Colegiado deliberou, por maioria, autorizar a doação de ações pretendida, como forma de bonificação dos colaboradores do grupo controlado pela Companhia, desde que o Plano de Incentivo seja aprovado em Assembleia Geral.
11. O segundo precedente refere-se ao Processo RJ 2011/4494 - Consulta Sobre Plano De Incentivo Por Meio De Concessão De Ações Restritas - HRT Participações Em Petróleo S.A., analisado em 27/01/2012 (fls. 66-74). A Companhia solicitou à CVM que confirmasse que a HRT Participações poderia alienar ações em tesouraria para seus colaboradores no contexto dos Planos de Incentivo mediante autorização prévia da CVM, nos termos do art. 23 da Instrução CVM 10/80.
12. A Presidente da CVM, em declaração de voto acompanhada pelo colegiado entendeu que:
  - i. nos termos do art. 23 da Instrução CVM 10/80, tratar-se de caso especial e devidamente circunstanciado, e que não haveria óbice para a alienação privada de ações, desde que tais operações cumpram com todas as disposições da Instrução CVM 10/80.
  - ii. o Colegiado já havia concedido autorizações semelhantes para negociação privada, inclusive para a doação de ações (Proc. RJ2009/3983 - reunião de 04/08/2009), e destacou que o plano ou programa de incentivo que envolva a transferência de ações a administradores ou colaboradores deve sempre ser aprovado em assembleia geral de acionistas.
  - iii. os valores que, com base nos Planos, sejam pagos aos administradores, por integrarem a sua remuneração, também devem ser aprovados na forma do art. 152 da Lei 6.404/76, assim como devem ser atendidas as exigências de divulgação no formulário de referência (itens relativos à remuneração dos administradores e planos de remuneração baseados em ações) e observadas as disposições dos arts. 12 e 13 da Instrução CVM 481/09.
13. A SEP também destacou resposta que forneceu em consulta realizada por empresa de consultoria especializada em recursos humanos, no Processo CVM nº RJ2010/14282:

*"Na resposta à consulta em tese, a SEP, após discorrer a respeito de planos similares adotados por diversas companhias abertas brasileiras, entendeu que não existe vedação legal à implantação de "plano de doação de ações" e elencou algumas condições a que um programa dessa natureza estaria sujeito:*

  - a. *representar uma forma de remuneração e não uma liberalidade;*
  - b. *ser aprovado pela assembleia geral;*
  - c. *comprometer seus beneficiários com a obtenção de resultados;*
  - d. *o percentual de ações a serem doadas deverá ser razoável;*
  - e. *o plano deverá estar englobado na remuneração dos administradores;*
  - f. *a divulgação do plano, antes e após a assembleia-geral, deverá ser adequada;*

- g. a sua implantação está sujeita a prévia autorização da CVM; e,
- h. a assembleia geral que aprovar o plano deveria deliberar a respeito da exclusão do direito de preferência em eventual aumento de capital decorrente da implementação do plano,

14. A Área Técnica conclui o seu Relatório nos seguintes termos:

- a. "Apesar de o Colegiado reconhecer que planos de remuneração baseados em ações configuram casos capazes de justificar a negociação privada entre a companhia e os beneficiários, o plano da Oi apresenta peculiaridades que dificultam a sugestão de aprovação do uso de ações em tesouraria por parte da área técnica.
- b. O **primeiro ponto** refere-se à aprovação em Assembleia Geral. A justificativa de que Assembleia só precisaria se manifestar perto do pagamento efetivo, não encontra respaldo na jurisprudência, na lei e nem das normas da CVM. Penso que, nesse ponto, o entendimento do Colegiado tem sido exigir que a Companhia aprove o plano em Assembleia.
- c. O **segundo ponto**, seria a falta de limitadores para a transferência de instrumentos patrimoniais, fiando-se, apenas, na "provável" evolução dos preços das ações, o que, na prática, poderia conflitar com termos da ICVM 10/80.
- d. Especificamente, com base na resposta da companhia, a "compra" de novas ações para fazer frente à necessidade de ampliar a outorga de ações poderia estar bloqueada pelo artigo 3º da ICVM 10/80, posto que a Companhia, por força da recompra por direito de retirada, já atingiu 8,73% de ações em tesouraria (6,08% de ações PN e 14,08% de ações ON), valor bastante expressivo, e poderia ultrapassar o limite estabelecido na norma, em que pese a possibilidade de utilizar também ações ordinárias.
- e. Essa "probabilidade de alta" já foi desafiada no primeiro momento da alocação dos Bônus, pois houve queda muito mais expressiva nas ações, do que previu o pior cenário enviado pela Oi em seus raciais de cálculo.
- f. O **terceiro ponto** diz respeito à possibilidade de um potencial desequilíbrio nas condições de mercado, pois, pelo que indica o ILP, os beneficiários receberiam expressiva quantidade de ações, desimpedidas, em um mesmo momento no tempo, no ano de 2016.
- g. Essa quantidade de ações, hoje, já representaria, com base na simulação da própria companhia, quase 12% das ações PN em circulação e 12 vezes o volume médio negociado.
- h. Por mais que a Companhia possa crer que os administradores evitarão vender as ações, resta claro que esse bônus é uma remuneração "represada" por, até, 4 anos. Não é improvável que grande volume seja alienado no mercado em curto espaço de tempo. Principalmente se as ações estiverem valorizadas.
- i. De qualquer forma, não é possível desprezar os riscos de descumprimento do artigo 2º, item c, da ICVM 10/80.
- j. O **quarto ponto** diz respeito ao ajuste por dividendos. Apesar da prática corrente de ajuste dos preços de exercício das opções e/ou das ações após distribuição de proventos em dinheiro, não é claro que esse ajuste matemático possa ser feito para ações em tesouraria.
- k. O preço de exercício é uma entidade contratual e o ajuste na cotação por pagamento de proventos pode ser prevista no acordo. Porém, acumular ações em tesouraria, ainda de posse da Companhia, extrair dividendos das mesmas e alocar mais ações, com base nesses dividendos declarados, também em tesouraria, poderia configurar infração ao § 4º do artigo 30º da Lei 6404/76.
- l. Como **quinto e último ponto** há, na opinião deste analista, potencial de descasamento temporário entre o interesse dos beneficiários do ILP e os acionistas da Companhia.
- m. Sem qualquer julgamento de valor, é evidente que, matematicamente, o acionista e o beneficiário estão em situações opostas, no que se refere ao interesse sobre a cotação do valor mobiliário. Na realidade, o ganho eventual do beneficiário é mais que proporcional à perda do acionista, mesmo que momentaneamente.
- n. Se a ação, por hipótese, cair 20% (na contabilidade média dos 30 dias anteriores ao pagamento), é evidência matemática que o beneficiário receberia 25% a mais de instrumentos patrimoniais. Não há dúvida



quanto ao efeito da queda, pois esta representará a distribuição de mais ações, para o mesmo "bônus", pois este não varia (é múltiplo do salário do beneficiário).

- O. *Aliás, com base no desempenho das ações nos últimos pregões, o executivo receberia 67% mais instrumentos patrimoniais que o estimado nas planilhas da OI.*
- P. *O artigo 23 da ICVM 10/80 permite à CVM, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas da Instrução.*
- Q. *No entendimento deste analista, mesmo não havendo definição precisa do que seja um caso "especial" e "plenamente circunstanciado", é razoável supor que a CVM deverá analisar minimamente o conteúdo do plano apresentado, antes de autorizar o pedido da Companhia.*
- R. *Nesse íterim, é que julgo importante expor a preocupação com o potencial desalinhamento entre o interesse dos executivos e dos acionistas.*
- S. *No que diz respeito aos precedentes apresentados pela Companhia, o voto do relator no Processo RJ 2009/3983 parece indicar ser relevante o montante da "diluição" à qual seriam expostos os acionistas, motivo pelo qual indica ser fundamental a aprovação em Assembleia. No presente caso, a "diluição" não pode ser inferida e, a julgar pelos acontecimentos mais recentes, poderá atingir patamares não razoáveis.*
- T. *Ainda nesse sentido manifestou-se a SEP, indicando ser requisito de um plano de doação de ações a razoabilidade no volume da "diluição" potencial.*
- U. *Já no processo RJ 2011/4494, a Presidente manifestou-se a favor da alienação privada de ações, desde que tais operações cumpram com todas as disposições da Instrução CVM 10/80. (grifo nosso).*
- V. *Frente ao exposto neste RA e com ênfase no ponto tratado no parágrafo 64, não recomendo o deferimento do pedido da Companhia".*

15. Em 27 de setembro, a Companhia protocolou manifestação adicional na qual (fls. 105-113):

- a. *Reforça seu entendimento de que a convocação da Assembleia Geral só deveria ocorrer depois da aprovação pela CVM das dispensas necessárias para a implantação do ILP e que a remuneração da Diretoria Estatutária com base no ILP seria necessária tão somente no momento em que tal remuneração seja efetivamente percebida pelos Diretores;*
- b. *Contudo a Companhia admite a possibilidade de antecipar a convocação da Assembleia Geral para deliberar sob o ILP se assim a CVM determinar;*
- c. *Em relação a alegada falta de limitadores para a transferência de ações alegada pela SEP, a companhia atualizou sua simulação quanto à quantidade máxima de ações que poderiam vir a ser transferidas pela Companhia, incorporando o resultado de 2012. A despeito do lucro de R\$ 837,4 milhões, as metas de longo prazo estabelecidas para fins do ILP não foram alcançadas. Considerando os resultados projetados para o período 2013-2015, a companhia informa que o total de ações estimados seria de 36.652.598 (fl. 110) e não 67.675.391 como apresentado anteriormente (fl. 15);*
- d. *Além disso, desde abril de 2012, houve uma redução significativamente do número de beneficiários do programa ILP, o qual passou de 168 para 129;*
- e. *Diante desta nova realidade, a Companhia entende ser remota a probabilidade dela vir a adquirir novas ações no mercado para cumprir o contrato do ILP com seus colaboradores e, conseqüentemente, descumprir o limite estabelecido no art. 3º da Instrução CVM Nº 10/1980. Não obstante a Companhia aceita incluir em cada contrato previsão expressa no sentido de que o limite do supracitado dispositivo não poderá ser descumprido em qualquer hipótese;*
- f. *Em relação ao ajuste no número de ações a ser outorgado em função da distribuição do dividendo; a Companhia argui que este ajuste visa compensar os beneficiários pela queda do preço da cotação da ação e que "não haverá desembolso de caixa por parte da OI em decorrência do ajuste, nem tampouco redução ou diluição do valor de dividendos distribuídos aos acionistas, os quais não sofrerão, portanto, qualquer prejuízo". Ademais, segundo a Companhia, este procedimento é prática usual contratos desta natureza;*

- g. A Companhia repete argumentos anteriores sobre a inexistência de descasamento temporal entre o interesse dos beneficiários do ILP e os do acionistas da Companhia, ao contrário do que alega a SEP,

16. É o Relatório

**Voto**

17. Trata-se de pedido por parte da Oi de aprovação pela CVM "para a transferência de ações em tesouraria da Companhia", no âmbito de seu programa de Incentivo de Longo Prazo (ILP), em condições de mercado, uma vez que tal transferência atenderia todos os pressupostos do art. 2º da Instrução CVM Nº 10/1980<sup>[1]</sup> (fls. 2 a 5). Dada as particularidades do plano, a Área Técnica pediu maiores esclarecimentos sobre o plano e acabou entendendo que o pedido tinha a natureza de uma consulta. Acredito que a questão teria sido encaminhada de forma mais apropriada, caso a Área Técnica tivesse entendido o pleito como um pedido e não uma consulta sobre a legalidade de dispositivos do plano.
18. A Oi detém uma quantidade expressiva de ações em tesouraria decorrente de reestruturações societárias, inclusive envolvendo a recompra de ações de acionistas que exerceram o seu direito de retirada da Companhia. No último ITR, a Companhia mantinha em tesouraria 8,73% do total de ações, sendo 6,08% em PN e 14,08% em ON.<sup>[2]</sup>
19. Em apertada síntese, a SEP entende que as peculiaridades do plano de ILP da Oi dificultam a sua aprovação pela CVM, pois:
- a. Não houve aprovação pela Assembleia Geral;
  - b. Não haveria limitadores à quantidade de ações a ser outorgada aos beneficiários, uma vez que se o preço da ação cair no mercado, o número de ações a ser recebido pelos beneficiários aumentaria;
  - c. Como os beneficiários receberiam em um mesmo momento em 2016 ações desimpedidas, isto poderia levar a um "potencial desequilíbrio" nas condições de mercado;
  - d. O ajuste na quantia de ações a ser recebida pelo beneficiário devido ao pagamento de dividendos "poderia configurar" infração ao § 4º do artigo 30 da Lei 6.404/1976 o qual dispõe que as ações mantidas em tesouraria não terão direito a dividendo nem a voto; e
  - e. O plano traz um potencial "descasamento temporário entre o interesse dos beneficiários do ILP e os acionistas", pois se a ação cair, o beneficiário receberia mais ações.
20. Acredito que seja útil resumir o plano de ILP da Oi para melhor compreensão do caso concreto:
- a. O Plano é composto de duas parcelas. A Parcela "A" equivale, em ações da Oi, ao valor de dois bônus executivos anuais de 2012. É um número pré-estabelecido de ações com base no valor deste bônus e a cotação média da ação PN entre 9 e 30 de abril de 2012 (R\$ 9,88) (fl. 15). A Parcela "B" é formada pela soma das ações a serem transferidas ao longo de quatro períodos anuais (2012 a 2015). A cada ano, toma-se o valor do bônus executivo anual, e calcula-se o número máximo de ações possíveis de serem transferidas com base na cotação média das ações nos 30 dias anteriores à data do pagamento do bônus.
  - b. Há duas métricas estratégicas de desempenho de longo prazo – geração de caixa operacional livre e a variação do valor econômico adicionado – que serão aferidas ao final dos quatro anos.
  - c. O limite total de ações a ser outorgado é a soma das Parcelas "A" e "B". A quantia final de ações a ser liberada para os beneficiários dependerá do atingimento das duas métricas estabelecidas. Se as duas métricas forem atingidas, os beneficiários receberão o total da soma das duas parcelas. Se apenas uma das métricas for alcançada, o beneficiário receberá 50% do limite total. E se nenhuma das métricas for atingida, não haverá liberação de ações.
  - d. Os beneficiários somente farão jus à transferência das ações caso permaneçam na Companhia até a data da efetiva transferência das ações (90 dias após o pagamento do bônus executivo referente ao ano de 2015).
21. Em relação à necessidade de aprovação por Assembleia Geral (AG), entendo caber razão à SEP. A CVM já se pronunciou sobre a sua necessidade em duas ocasiões no âmbito da entrega de ações em tesouraria para pagamento em planos de remuneração: Processo RJ 2011/4494 analisado em 27/01/2012 e Processo RJ 2009/3983 analisado em 04/08/2009. Observo inclusive que neste último Processo, relatado pelo Diretor Octavio Yazbek, restou

vencido o Diretor Marcos Pinto que entendia que o pedido da Companhia deveria ter sido deferido, sem a necessidade de manifestação da assembleia geral, pois, no entendimento daquele Diretor, esse assunto seria de competência da administração a quem caberia avaliar a conveniência e oportunidade, observado os deveres fiduciários dos administradores.

22. No que diz respeito à decisão do primeiro Processo mencionado no item anterior, o Colegiado decidiu, com base no voto da Presidente Maria Helena Santana, "que não compete à CVM verificar previamente se há óbice legal ou regulamentar para a estruturação dos Planos de Incentivo. Tal atribuição cabe à administração da Companhia, antes de apresentá-lo à assembleia geral, observados seus deveres fiduciários previsto em lei. A CVM deverá avaliar posteriormente a legalidade dos Planos e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores, se julgar necessário".
23. Neste sentido, cabe à administração avaliar a adequação do plano de ILP às normas legais e ao interesse da companhia e seus acionistas. A palavra final sobre a adequação do plano ILP é dos acionistas e não desta Autarquia. No processo RJ 2011/4494, a companhia requerente pleiteava o aval da CVM para emitir ações para subscrição por parte de seus colaboradores no âmbito de seu ILP, sem oferecer a seus acionistas o direito de preferência. A requerente ainda pleiteava autorização da CVM para alienação privada de ações em tesouraria nos termos do art. 23 da Instrução CVM Nº 10/1980. O Colegiado negou o pleito de emissão de ações sem que o direito de preferência fosse concedido aos acionistas, e acatou o pleito para a alienação das ações em tesouraria aos colaboradores em plano de ILP, desde que as disposições da Instrução CVM Nº 10/1980 fossem cumpridas.
24. A Oi argumentou, com base no parágrafo único do art.45 de seu Estatuto, que a Companhia pode, por deliberação do Conselho de Administração, atribuir aos trabalhadores participação nos lucros ou resultados da empresa, na forma da Lei n.º 10.101/2000<sup>[3]</sup>. Com base neste dispositivo, a Companhia entende que poderia transferir as ações em tesouraria, sem a necessidade de aprovação em AG. Lembrou, ainda que em relação aos Diretores Estatutários, a sua remuneração teria que ser aprovada por assembleia geral quando de seu efetivo recebimento.
25. O entendimento do Colegiado da CVM é que a transferência de ações em tesouraria a título de remuneração aos colaboradores de uma Companhia deve ser submetida à apreciação da AG à semelhança do que ocorre no regime de outorga de opções nos moldes do § 3º do art. 168 da Lei 6.404/1976. Acredito que esta é a melhor solução para o caso concreto. É uma oportunidade dos acionistas avaliarem o ILP e as condições (p. ex. o preço) sob as quais tal transferência será feita. A convocação da AG deve ser acompanhada de material de suporte suficientemente detalhado sobre as principais características do plano para uma decisão informada por parte dos acionistas.
26. É certo que a entrega de ações em tesouraria não envolve a emissão de ações, tal como ocorre no caso de exercício das opções, situação em que há diluição da posição acionária dos acionistas. A entrega das ações em tesouraria é uma alternativa à emissão de ações no caso dos planos de opção. Evidentemente, não faz sentido emitir ações para pagamento de remuneração em ILP se há ações em tesouraria em quantidade suficiente, como parece ser o caso em tela. Contudo, o uso das ações em tesouraria para remunerar executivos tem impacto sobre o acionista, especialmente em caso de quantias relativamente elevadas como no caso concreto. Este impacto é claro no caso do dividendo por ação, já que as ações em tesouraria não recebem dividendo, e o seu retorno à circulação diminuiria, mesmo que na margem, o dividendo por ação do acionista. O eventual cancelamento destas ações em tesouraria elevaria de forma permanente (pelo menos até a próxima emissão de ações) o dividendo das ações em circulação. Por outro lado, haveria um aumento da liquidez no mercado, caso essas ações voltem a circular. Mais razões para que a questão seja submetida à apreciação da AG.
27. O caso do ILP da Oi tem algumas particularidades que chamam atenção. Assumindo que as métricas sejam atingidas, ao longo do tempo do período do plano, uma determinada quantia de ações é reservada para transferência aos beneficiários. E esse fato não escapou à análise da SEP. A companhia poderia ter outorgado uma opção de compra com lastro nas ações em tesouraria em vez de estabelecer a quantia de ações a ser recebida. No caso da opção, caso o preço da ação caísse, a opção não seria exercida, virando "pó". No caso do programa da Oi, a queda do preço das ações, levará a uma quantia maior de ações a ser transferida, desde que as metas sejam alcançadas. E neste ponto eu endereço o questionamento da SEP quanto ao potencial descasamento de interesses entre o ILP e os acionistas (item 19.e. acima ).
28. A meu ver, a SEP entrou no mérito de questões que ficariam melhor endereçadas pelos administradores da Companhia e seus acionistas. Inicialmente, não se pode arguir *a priori* que o plano traz um potencial desalinhamento de interesses, pois os beneficiários do plano beneficiar-se-iam de uma eventual queda da cotação das ações. A quantia de ações da Parcela "A" já está definida e será entregue caso as metas sejam atingidas. Portanto, a cada queda do preço da ação, o valor das ações a ser recebido em 2016 será depreciado. Não me parece razoável que os beneficiários torçam para o preço da ação cair para receber mais ações, pois o que importa é o valor da posição acionária a ser recebida e um preço mais baixo, significa valores mais baixos.
29. É razoável supor que uma maior geração de caixa operacional e de EVA tenha impacto positivo na cotação do papel, a despeito do preço do papel poder cair devido a outros fatores de mercado. Contudo, presumir que poderia haver um desalinhamento de interesses é a meu ver um julgamento precipitado. Soa no mínimo estranho que o conselho de administração de uma companhia com controle definido, cuja administração é totalmente profissionalizada,

sugira um plano de ILP que leve os beneficiários de um ILP a desejarem uma redução da cotação das ações da companhia!

30. As observações nestes dois últimos parágrafos também endereçam a questão da ausência de uma quantia máxima de ações a ser outorgada no caso do atingimento das metas do ILP (item 19.b). Entendo que esta incerteza quanto ao número de ações a ser outorgada é, *mutatis mutandis*, o ganho indeterminado que um beneficiário poderia ter no exercício de uma opção de compra quanto o preço da ação sobe muito e a companhia estaria abrindo mão de emitir ações no mercado a preço mais alto, para premiar seus executivos. É difícil imaginar que o plano de ILP terá transferências de ações num cenário de queda acentuada do preço das ações. Mas mesmo que isto ocorra, não acredito que seja papel desta autarquia julgar se é bom ou não ter um limite superior para as ações a serem transferidas no âmbito do plano de ILP ora em análise. É razoável presumir que o Conselho de Administração da Companhia analisou e aprovou as simulações realizadas pela Diretoria a respeito da variação do número de ações a serem transferidas em função das diferentes cotações. Não cabe à CVM julgar o mérito de uma questão negocial, prevendo que eventualmente a Companhia terá que ir a mercado para comprar mais ações de sua emissão o que poderia acarretar o descumprimento do limite estabelecido no art. 3 da Instrução CVM Nº 10/1980[4]. O plano da Companhia prevê que poderá, a seu exclusivo critério, substituir as ações PN por ações ON (fl. 23). Parece-me muito remota a possibilidade de que o ILP consuma 8,73% do total de ações emitidas hoje em sua tesouraria. A previsão atual da Companhia para o limite máximo de ações a serem transferidas é de 36.652 mil ações. Na tesouraria há 157.059 mil. De qualquer maneira, em sua manifestação final, a Oi informa que poderá adicionar um dispositivo ao plano, prevendo que o limite do art. 3º da Instrução CVM Nº 10/1980 não pode ser ultrapassado (fl. 111).
31. Quanto a possível infração ao § 4º do art. 30 da Lei 6.404/1976, entendo que este é um arranjo contratual que novamente cabe aos administradores e acionistas apreciar sua adequação. Seria fácil para a Companhia estabelecer uma compensação pela queda do preço da ação com pagamento em caixa. Embora nem todos os planos de opções ajustem o preço de exercício da opção pelo valor do dividendo, a prática existe. Ademais, não me parece que isto signifique que as ações em tesouraria estão recebendo dividendos. Lembro também, que se nenhuma ação for transferida devido ao não atingimento das metas, não há que se falar em pagamento de dividendos a ações em tesouraria na forma de mais ações. Uma ação recebe (quando em circulação) ou não (quando em tesouraria) dividendo e seu recebimento não é contingente ao preenchimento de certas condições como no caso em tela.
32. Em relação ao risco de descumprimento do art. 2º, item c, da Instrução CVM Nº 10/1980[5], entendo que a questão não é pertinente no caso em tela. Observo que o *caput* do art. 3º refere-se à aquisição de ações de emissão da própria companhia pela própria companhia enquanto, no caso em análise, estamos tratando de uma possível venda em um mesmo momento por parte dos beneficiários do ILP das ações transferidas em 2016. São duas situações totalmente distintas. É importante ressaltar que uma vez aprovado o plano pela AG e atingida as metas, o mercado saberá precificar corretamente a probabilidade de TODOS os beneficiários decidirem vender suas ações imediatamente após a transferência delas. Isto não é muito diferente de um grupo de executivos exercerem as suas opções na data limite e decidirem vender suas ações, num plano convencional de opções de compra.
33. A meu ver, no dia a dia dos administradores das companhias, estes tomam decisões frequentemente sem ter em mãos todos os elementos e todas as informações do caso concreto a ser decidido. O futuro raramente corresponde ao cenário traçado. Esta é a situação corriqueira na vida das companhias. Os administradores são pagos para avaliar e julgar estes riscos. Se os administradores ficarem paralisados diante da possibilidade de cenários possíveis e negativos ocorrerem por conta de algo no futuro, não teríamos o dinamismo e a inovação, qualidades inerentes às economias de mercado. Não acho que seja papel do regulador traçar cenários hipotéticos negativos para julgar a adequação de um determinado plano de remuneração de executivos.
34. Diante do exposto acima, voto pela necessidade, inicialmente, de aprovação por Assembleia Geral do plano de ILP da Companhia e pela autorização para a transferência de ações em tesouraria da Companhia aos beneficiários do ILP desde que atendidos todos os requisitos da Instrução CVM Nº 10/1980.

Rio de Janeiro, 03 de dezembro de 2013

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes  
Diretora - Relatora

[1] Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

- importar diminuição do capital social;
- requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço;
- criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não equitativas;
- tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;
- estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações

[2] De acordo com o ITR do 3º trimestre de 2013, o total de ações ON e PN da companhia é 599.009 mil e 1198.078, respectivamente. A quantidade de ações ON e PN em tesouraria é 84.251 mil e 72.808 mil, respectivamente. O total de

ações da Companhia é 1.797.087 mil e o número total em tesouraria 157.059 mil.

[3] Art. 45 - A Companhia pode, por deliberação da Assembleia Geral, observados os limites legais e conforme as determinações da Lei das Sociedades por Ações, atribuir participação nos lucros a seus administradores e empregados.

Parágrafo Único - A Companhia pode, por deliberação do Conselho de Administração, atribuir aos trabalhadores participação nos lucros ou resultados da empresa, na forma da Lei n.º 10.101/2000.

[4] Art. 3º As companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% (dez por cento) de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações existentes, mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas.

[5] Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

c) criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não equitativas.