

**ASSUNTO:** Recurso Consulta de público em geral  
Oi S.A.  
**Processo CVM Nº RJ-2013-10913**

Senhora Gerente,

O presente relatório trata dos recursos protocolizados nesta Autarquia por Tempo Capital Principal Fundo de Investimentos de Ações (“Tempo Capital” ou “Consulente”) e por Oi S.A. (“Oi”, “Companhia”), respectivamente em 23.01.14 e 27.01.14, em face do entendimento da Superintendência de Relações com Empresas – SEP manifestado por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 003/14, de 08.01.14 (fls. 284/287).

## I. HISTÓRICO

2 . Este processo tratou da análise de consulta protocolizada na CVM em 10.10.13 e posteriormente aditada em 12.11.13, por Tempo Capital, acerca das operações societárias que resultarão na união das atividades entre a Portugal Telecom SGPS S.A. (“Portugal Telecom”) e a Oi, divulgadas no Fato Relevante de 02.10.13 (a “Operação”).

3 . A consulta, dividida em 6 questões (ou 6 “Consultas”), foi analisada no âmbito do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº090/13, de 27.12.13 (“RA 90/13” – fls. 234/283). Com exceção da 5ª Consulta, cuja análise encontra-se a cargo da SRE, o entendimento da SEP sobre as questões apresentadas foi comunicado à Companhia e à Consulente através do referido OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº003/14, de 08.01.14 (fls. 284/287), objeto dos presentes recursos.

4 . Em 21.01.14, a Companhia encaminhou correspondência à CVM contestando a necessidade de reapresentar o formulário relativo ao artigo 11 da Instrução CVM Nº 358/02, exigência feita no citado OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº003/14 (fls. 323/324). Esta questão também será objeto de análise no presente relatório.

5 . No dia 23.01.14, a Tempo Capital apresentou recurso especificamente em face do entendimento da SEP relacionado à 2ª Consulta (fls. 338/350).

6 . Em 27.01.14, a Oi protocolou recurso, contestando o entendimento da SEP especificamente sobre a 1ª e 3ª Consultas (fls. 351/380).

## II. ANÁLISE

7 . O presente relatório irá abordar os seguintes pontos:

- a) recurso apresentado pela Tempo Capital em face do entendimento da SEP quanto à 2ª Consulta;
- b) recurso apresentado pela Companhia em face do entendimento da SEP quanto à 1ª e 3ª Consultas; e
- c) contestação da Companhia quanto à exigência, pela SEP, de reapresentação do formulário do art. 11 da Instrução CVM Nº 358/02.

### **Do Recurso Apresentado por Tempo Capital**

8 . Em seu recurso, a Tempo Capital contesta o entendimento da SEP relativo exclusivamente à 2ª Consulta (que trata do direito de recesso e necessidade de aprovação pelos detentores de ações preferenciais). Segue abaixo transcrição desta Consulta:

*“Os acionistas preferencialistas da Companhia que forem dissidentes da deliberação que aprovar a incorporação de ações da Companhia na CorpCo terão direito de recesso, tendo em vista que haverá a perda das preferências ou vantagens de sua classe de ações? Além disto, a eficácia da deliberação relativa à 3ª Etapa da operação [incorporação das ações da Oi pela CorpCo e incorporação da Portugal Telecom pela CorpCo] depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei?”*

9 . O entendimento da SEP, comunicado através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº003/14, é de que “não existe, na incorporação das ações da Oi pela CorpCo, direito de recesso aos detentores de ações preferenciais de emissão da Oi, bem como não há necessidade de aprovação desta operação societária em assembleia especial de preferencialistas”.

1 0 . Conforme constou do Ofício, “em regra, não se poderia ultrapassar a forma dos atos jurídicos e operações societárias adotadas, senão em casos em que se identificasse que a estrutura escolhida teria o único intuito de prejudicar alguém, o que não verificamos no presente caso”, e “desta forma, devem ser cumpridas as regras atinentes à incorporação de ações, previstas no art.252 da Lei nº6.404/76, as quais não compreendem a realização de AGESP e suprimem o direito de recesso quando existem liquidez e dispersão das ações”.

11. Preliminarmente, cumpre mencionar que o presente recurso foi apresentado no prazo de 15 dias contados da ciência do entendimento da SEP pela Tempo Capital.

1 2 . Ressalta-se que, além do Ofício supramencionado, a Tempo Capital também teve acesso à manifestação da SEP consubstanciada no citado RA 90/13, por meio de vista e cópia dos autos do presente processo ocorrida em 13.01.14 (fl. 321).

13. Em breve resumo, o recurso da Tempo Capital contém os seguintes principais argumentos:

- a) “em nenhum momento, o Investidor [Tempo Capital] defendeu que a operação delineada teve por intuito único negar o direito de recesso previsto no artigo 136, II e § 1º, da LSA. Isto é, não se alegou a existência da figura do negócio jurídico indireto, que justificaria a desconsideração da operação formal para aplicação da operação material subjacente”;
- b) “o que se defende, no caso, é que o regime do artigo 252, da LSA, não afasta a incidência das demais hipóteses de direito de recesso legalmente prevista. Não se está, neste caso, diante de um regime especial que afastaria um regime geral, mas de duas hipóteses de regime especial que, não sendo incompatíveis uma com a outra, coexistem”;
- c) “em outras palavras, portanto, não se busca a aplicação de um outro regime, mas sim o reconhecimento de que o artigo 252 não afasta a existência de outras hipóteses de direito de recesso e as demais regras protetivas dos direitos dos minoritários, incluindo a necessidade de realização de Assembleia Especial, na situação de que trata o artigo 136, § 1º, da LSA”;
- d) “uma operação submetida ao regime do Artigo 252 pode disparar a hipótese de recesso não em decorrência do disposto no seu §2º, mas em decorrência de outras situações previstas na lei, como é o caso de uma operação que implique na redução de preferências e vantagens de uma ação, na redução do dividendo obrigatório ou mesmo na mudança do seu objeto social”;
- e) “portanto, mesmo que as ações de emissão da sociedade envolvida na operação tenham liquidez e dispersão, haverá o direito de recesso caso: i) a incorporação de ações resulte na “criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto”; ii) a incorporação de ações resulte na “alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida”; iii) a incorporação de ações resulte na “redução do dividendo obrigatório”; iv) a incorporação de ações resulte na “participação em grupo de sociedades”; e v) a incorporação de ações resulte na “mudança do objeto”, etc”;
- f) “o entendimento de Tempo Capital encontra amparo em decisões do colegiado da CVM, que reconheceram a coexistência de outros direitos de recesso previsto na LSA com o regime do Artigo 252”;
- g) “o entendimento da SEP, com a devida vênia, criará um problema de proporções inimagináveis para o mercado acionário brasileiro. Caso mantido, sufragaria a operação de incorporação de ações como instrumento para viabilizar todas as alterações que, pelos artigos 136 e 137, exigiriam o direito de recesso. Refere-se aqui, em especial, à retirada ou modificação *in pejus* das preferências ou vantagens dos acionistas preferencialistas de companhias abertas, a diminuição do dividendo mínimo obrigatório, a mudança de objeto social da Companhia, ou ainda para participação em um grupo de sociedades”;
- h) “Ora, não é necessário sequer cogitar da hipótese de uma incorporação de ações com “substituição” de ações preferenciais por ordinárias. Basta termos a substituição de ações preferenciais com um benefício (digamos, igual àquele das ações preferenciais de emissão da Companhia) por um benefício reduzido (digamos, metade daquele das ações preferenciais da Companhia)”.

1 4 . A despeito da argumentação apresentada pela Tempo Capital em seu recurso, entendo que o entendimento da SEP sobre a 2ª Consulta deve ser mantido.

1 5 . Em suma, a Tempo Capital afirma que o direito de recesso previsto no §2º do art. 252 da Lei nº 6.404/76 (“LSA” ou “Lei das S/A”), que trata da incorporação de ações, coexistiria e poderia ser aplicado conjuntamente com outras hipóteses geradoras do direito de retirada, como as previstas nos incisos do *caput* do art. 136 da LSA.

16. Em meu entender, o que deve ser observado é a operação ou fato que gera o direito de recesso, e não propriamente o direito de recesso, que nada mais é do que um “remédio” aos acionistas descontentes com a operação efetuada.

1 7 . E nessa linha, a operação geradora do direito de recesso, no caso, é a incorporação de ações, cujo regime encontra-se disposto no citado art. 252. Este tipo de operação possui regras próprias e não se confunde com outras operações societárias que podem gerar os mesmos efeitos ou alcançar resultados similares.

1 8 . Desta forma, ocorrendo uma incorporação de ações, ainda que houvesse consequências similares a uma conversão de ações, não se aplicariam as regras concernentes a esta última, mas apenas à primeira.

1 9 . Na incorporação de ações, as ações dos acionistas da companhia que tem suas ações incorporadas são trocadas por ações da companhia incorporadora. Não há uma “conversão”, mas uma troca por ações de outra companhia. Também não há, por exemplo, mudança de objeto ou redução do dividendo obrigatório; há, reitero, uma migração do investimento para outra companhia, que pode apresentar (e muitas o faz) características distintas da companhia “original”.

2 0 . Como já afirmado no RA 90/13, caso aplicado o entendimento da Tempo Capital, mesmo havendo liquidez e dispersão das ações (características que suprimem o direito de retirada na incorporação de ações), existiria o direito de retirada sempre que as ações da incorporadora não fossem exatamente idênticas ou com mais direitos do que as ações incorporadas, o que me soa incorreto e que, na prática, não ocorre. Também haveria este direito quando, por exemplo, o objeto social da companhia incorporadora não fosse idêntico ao da incorporada, o que não parece fazer sentido.

2 1 . Assim, as situações descritas nos incisos I, II, III, V e VI *caput* do art. 136 (mencionadas no recurso) são objeto de deliberação e podem gerar o direito de retirada quando ocorridas na própria companhia. O direito de recesso especificamente previsto no art. 137 para estas situações não ocorre quando há uma incorporação de ações (ou fusão, ou incorporação, ou cisão), que possui regras próprias, inclusive para o direito de retirada (independente em relação a outras hipóteses de direitos de recesso previstas na LSA), ainda que haja consequências similares (que ocorrerão na “nova” companhia para a qual migra o acionista e não na companhia da qual o o mesmo se origina).

2 2 . Como situação análoga, pode-se mencionar que, apesar da incorporação de ações (ou da incorporação de companhia) acarretar um aumento de capital na incorporadora, não são observadas as regras relativas aos aumentos de capital em geral (por exemplo, o direito de preferência, previsto no art. 172 da LSA), pois as operações societárias descritas possuem normas próprias.

2 3 . Vale um último comentário sobre o precedente invocado pela Tempo Capital (o voto do Presidente Marcelo Trindade proferido no âmbito do Processo CVM Nº RJ-2005-5203, em 24.08.05), para sustentar que “ a hipótese de direito de recesso prevista no Artigo 223, §4º, é admitida dentro do regime de operações submetidas ao Artigo 252”.

2 4 . Toda a argumentação descrita anteriormente não vai de encontro a este precedente; ao contrário, é reforçada pelo mesmo. Na ocasião, ocorreram duas situações distintas que, de forma independente uma da outra, geram o direito de recesso: uma incorporação de ações (art. 252 da LSA) e, em sequência, a decisão da companhia de não abrir o capital da sociedade incorporadora das ações (art. 223, §§3º e 4º da LSA).

2 5 . O direito de recesso gerado por este último fato não advém da incorporação de ações, mas é uma consequência do descumprimento do art. 223, §3º da LSA, fator independente à própria incorporação de ações. Ao contrário do direito de recesso previsto no art. 252, o reembolso mencionado no §3º do art. 223 não está sujeito à ausência de liquidez e dispersão para ocorrer.

2 6 . Aliás, o precedente citado mostra certa semelhança com o presente caso, no sentido de que, apesar da incorporação de ações cuja incorporadora não abre seu capital resultar em uma situação similar a um fechamento de capital, não haveria a necessidade de realização de OPA para cancelamento de registro, pois existe um regime jurídico que trata especialmente da situação (o próprio art. 223, §§3º e 4º da LSA).

27. Nesta linha, cito trechos do citado voto do Presidente Marcelo Trindade:

*“No caso concreto, tem-se, exatamente, a incorporação de ações de companhia controlada (a Ripasa) por companhia controladora direta (a Ripar), sua cisão, e a subsequente incorporação de companhias controladas (as companhias fechadas resultantes da cisão) pelas controladoras.*

*Ao ser realizada a operação descrita, todas as normas legais referidas (e outras) têm incidência específica: (i) à incorporação de ações aplicam-se as regras do art. 264, tendo sido por isto providenciada a elaboração de laudo de avaliação de patrimônio líquido a valor de mercado; (ii) tratando-se de incorporação de ações, foi assegurado, na forma do art. 252, § 2º, da Lei 6.404/76, direito de recesso aos acionistas da sociedade incorporada (Ripasa); e, (iii) sendo a incorporadora das ações companhia fechada, e desde logo declarando-se que seu capital não seria aberto (até porque a companhia seria cindida e incorporada em seguida), foi assegurado o direito de recesso, na forma do § 4º do art. 223 da Lei 6.404/76.*

***A incidência de tais normas específicas afasta, por evidente, a incidência da norma genérica do art. 4º, §4º, da Lei 6.404/76, que determina a realização de OPA previamente ao cancelamento de registro de companhia aberta. Tal regra deve ser lida — como aliás toda e qualquer regra — com a ressalva, implícita, óbvia e por isto desnecessária, “salvo disposição em contrário”.***

*Há, no caso, norma em sentido contrário, qual seja, a regra do art. 223 da Lei 6.404/76, relativa às incorporações, que determina que a penalidade aplicável pela não abertura de capital da incorporadora (isto é, pelo fechamento indireto de capital) é o pagamento, pela companhia incorporadora, do valor de recesso aos acionistas que assim o desejarem”. (grifos nossos)*

2 8 . Diante do exposto, entendo que deve ser mantido o entendimento da SEP em relação à 2ª Consulta, no sentido de que “não existe, na incorporação das ações da Oi pela CorpCo, direito de recesso aos detentores de ações preferenciais de emissão da Oi, bem como não há necessidade de aprovação desta operação societária em assembleia especial de preferencialistas”.

## Do Recurso Apresentado pela Companhia

2.9. No recurso apresentado pela Oi, é contestado especificamente o entendimento da SEP sobre a 1ª Consulta (impedimento de voto dos acionistas controladores da Oi no que tange à avaliação dos ativos da Portugal Telecom) e a 3ª Consulta (que trata do direito de recesso dos detentores de ações ordinárias da Oi).

3.0. Primeiramente, vale citar que o presente recurso foi apresentado no prazo de 15 dias contados da vista dos autos do processo e do recebimento, pela Companhia, do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 003/14 por via postal.

3.1. Cabe mencionar que, além do Ofício supracitado, a Companhia também teve acesso à manifestação da SEP consubstanciada no citado RA 90/13, por meio de vista e cópia dos autos do presente processo ocorrida em 10.01.14 (fl. 319).

### Recurso em face da 1ª Consulta

32. Segue abaixo a transcrição desta 1ª Consulta:

*“Em relação à 2ª Etapa da Operação [aumento de capital da Oi], no que se refere às deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que concorrerem para o capital social, o impedimento de voto tratado no Artigo 115, § 1º, da LSA afeta (a) todos os acionistas vinculados ao Acordo de Acionista (controladores diretos e indiretos da Companhia) e os signatários do MOU e aqueles que compartilhem, direta ou indiretamente, o mesmo interesse deste, ou (b) apenas aqueles signatários do Acordo de Acionistas e do MOU que sejam titulares ou acionistas diretos dos ativos integralizados no capital social da Companhia?”*

3.3. O entendimento da SEP a respeito, comunicado através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº003/14, é de que *“além da Portugal Telecom e sociedades a esta ligadas, os demais acionistas controladores da Oi (AG, LF, BNDESPar, Previ, Petros, Funcef e Fundação Atlântico de Seguridade Social – todos acionistas da TelPart) estão impedidos de votar no que tange à avaliação dos Ativos da Portugal Telecom a serem contribuídos no aumento de capital da Oi”*.

3.4. Conforme constou do Ofício, *“o impedimento de voto destes acionistas decorre da existência de um benefício particular na Operação (notadamente, o equacionamento do endividamento das holdings dos acionistas controladores e o recebimento de um prêmio pelas ações de controle da Oi), nos termos do §1º do art.115 da Lei nº6.404/76”*.

3.5. Em síntese, a companhia trouxe os seguintes principais argumentos para contestar o entendimento da SEP relativo à 1ª Consulta:

- a) *“se, de um lado, a proibição do direito de voto é um remédio extremo e excepcional para os casos em que o voto pode ser exercido abusivamente, de outro ele fere o princípio majoritário e mesmo, no caso das ações ordinárias, retira-lhe um direito inerente e essencial, razão pela qual deve ser utilizado com parcimônia pelo intérprete da lei”;*
- b) *“é sabido que graça alguma controvérsia a respeito do que caracterizaria o benefício particular sob o aspecto técnico-jurídico. Entretanto, no presente caso, este aspecto está facilitado e não é relevante, posto que, seja qual for o matiz utilizado para conceituar benefício particular, tal benefício não existe”;*
- c) *“não parece haver dúvida de que a Portugal Telecom deve se abster quando for chamada a deliberação destinada a aprovar o laudo (...). Contudo, os demais acionistas da Oi, inclusive os acionistas controladores e os detentores de ações da TelPart, a princípio, não estariam impedidos de votar, já que o efeito da aprovação dos bens para todo o grupo de acionistas, com exceção da Portugal Telecom, é o mesmo: todos serão diluídos em sua participação devido ao aporte dos bens. Quanto maior for a avaliação daqueles ativos maior será a diluição sofrida pelos acionistas da Oi, sejam eles controladores ou não”;*
- d) *“para que haja benefício particular, como o próprio nome diz, deve haver da deliberação uma quebra da igualdade entre os acionistas, uma vantagem particular para um acionista que não é extensível aos demais (...). Se todos os acionistas compartilham a diluição decorrente do aumento, não há este benefício particular”;*
- e) *“mesmíssimo caso foi enfrentado recentemente pelo Colegiado da CVM em outra reclamação da própria Tempo Capital. A decisão, nos termos do voto do então Diretor Otário Yazbek, refutou clara e indiscutivelmente o impedimento de voto que a r. decisão recorrida quer impor”;*
- f) *“assim como agora, quer-se impedir o voto no aumento de capital por conta da implementação de outra etapa da Operação, naquele caso se discutia a existência de benefício particular em deliberação relativa à bonificação de ações dentro de uma reestruturação societária mais ampla”;*
- g) *“nas palavras do Relator, ainda que se admitisse a existência de um benefício particular com a Operação – que se aceita apenas para melhor pontuar a tese – **“não é possível estender a hipótese de vedação de voto de maneira irrestrita, de modo a abranger operações sobre as quais não se está decidindo em um primeiro momento”**”;*
- h) *“a posição manifestada na r. decisão recorrida tem como fundamento o fato de uma das etapas da Operação consistir na capitalização das holdings intermediárias na estrutura acionária da Oi. Também contribuiria para o suposto impedimento o fato de o MOU ter sido negociado entre as suas partes, donde se presumiria que a capitalização das holdings teria sido uma “questão negocial demandada pelos acionistas controladores e aceita pela Portugal Telecom”;*
- i) *“data venia, essa i. área técnica equivoca-se em suas conclusões”;*

- j ) “o aumento de capital da Oi e a capitalização das holdings têm funções e efeitos completamente distintos. O aumento de capital foi pensado para possibilitar a integração das operações da Oi e da Portugal Telecom de uma forma simples e direta, considerando, inclusive, que já seria necessário um aumento de capital da Oi em dinheiro em razão da união destas atividades. Mais que isso, o aumento de capital assegura necessariamente a transparência da operação, vez que por exigência legal os bens precisam ser identificados e avaliados por empresa independente, garantindo a lisura desse processo. Por seu turno, a capitalização das holdings está inserida no contexto de simplificar a estrutura acionária da Oi, especialmente da incorporação dessas companhias pela Oi e da incorporação de ações da Oi pela TelPart, já que permitirá a incorporação de companhias sem qualquer endividamento e possibilitará a utilização somente das cotações de mercado das ações da Oi para determinação das relações de troca aplicáveis à Operação, ao mesmo tempo em que permite o atendimento das exigências regulatórias do setor de telecomunicações e o aproveitamento (e a transferência, sem ônus) do relevante benefício fiscal detido pelas holdings intermediárias na cadeia acionária da Oi”;
- k ) “essas etapas não só têm objetivos diversos como também ocorrem em momentos diferentes. A liquidação do aumento de capital e as assembleias das holdings que deliberarão sobre a capitalização são apartadas no tempo”;
- l ) “a área técnica presume, *data venia*, equivocadamente, que os controladores estariam impedidos de votar sobre o laudo porque as etapas da Operação são interligadas e beneficiariam os atuais acionistas controladores. As operações não são propriamente interligadas, mas são etapas óbvias da Operação porque todas são importantes para que sejam alcançados os objetivos da Operação (...)”;
- m ) “convém, ainda, lembrar que a Portugal Telecom colocará recursos para liquidar suas próprias dívidas, já que o endividamento das holdings não é somente dos antigos controladores; ela também é responsável por sua parcela, dada sua participação nessas companhias. De fato, a Portugal Telecom é a maior responsável pelo endividamento total das holdings, com quase 30% deste valor, e portanto a maior interessada na capitalização para liquidação das dívidas”;
- n ) “a r. decisão recorrida afirma, também para sustentar o impedimento de voto, que os termos do MOU foram negociados, razão pela qual representariam uma posição aceitável pelas partes. O equívoco, contudo, é patente: a TelPart, BNDES Participações S.A.- BNDESPAR, Fundação Atlântico de Seguridade Social, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI, Fundação Petrobras de Seguridade Social - PETROS e Fundação dos Economistas Federais - FUNCEF, não são partes do MOU, nem mesmo como intervenientes anuentes. Esses acionistas não participaram das discussões do MOU ou da definição da estrutura da Operação prevista no MOU. Por qual razão a SEP assume que esses acionistas controladores também teriam participado das negociações? Não se sabe. Estariam eles impedidos de votar nas deliberações relativas ao laudo e de uma operação que nem mesmo negociaram? Obviamente não”;
- o ) “o fato de terem sido negociados os termos não significa que disso decorra um impedimento de voto; pelo contrário, comprova que as partes representam interesses distintos”;
- p ) “a vontade da TelPart nas assembleias da Oi não se forma com o voto favorável de apenas um ou outro acionista, mas pelo conjunto de acionistas integrantes dos acordos de acionistas da TelPart. Assim como a Portugal Telecom não tem ações que lhe conferem sozinha, o poder de dirigir e comandar as deliberações da assembleia da TelPart, tampouco possuem esse poder os demais acionistas controladores. Não é porque a Portugal Telecom não votará na aprovação do laudo, ou porque certos acionistas da TelPart são signatários do MOU, que a TelPart ou os demais acionistas integrantes do bloco de controle estariam impedidos de votar (...)”;
- q ) “aliás, em certos casos e a depender do conceito que se utilize, pode-se até reconhecer a existência desse benefício, mas como bem disse o então Diretor Marcelo Fernandez Trindade no Inquérito Administrativo CVM nº RJ2001/4977, ao tratar do benefício particular, quis a lei abarcar uma hipótese mais ampla, porém previamente perceptível, na qual se pode atestar prévia e indubitavelmente o benefício do acionista com a deliberação”;
- r ) “assim é que o impedimento de voto nesses casos requer a certeza do benefício, ou como disse o Diretor é preciso que se mostre “indubitavelmente” que da deliberação surgirá para o acionista um benefício particular, que os outros não compartilham. Não estando presente essa certeza, ou não sendo evidente, flagrante, a vantagem particular, não se deve impedir o acionista de votar”;
- s ) “recorde-se, ainda, que a Lei das S.A. estabelece o impedimento de voto para o acionista que tem um benefício particular advindo da deliberação. A deliberação que se discute é a aprovação do laudo de avaliação dos ativos da Portugal Telecom. Os acionistas controladores da Oi não se beneficiam da aprovação do laudo, porém, muito pelo contrário, eles compartilham os mesmos interesses dos demais acionistas minoritários. Os controladores, assim como os minoritários, terão suas participações diluídas no aumento de capital”;
- t ) “em outras palavras: não será feita uma assembleia para aprovar que a Oi integralize um aumento de capital de suas controladoras para que possa ser quitado seu endividamento. A capitalização é consequência da Operação, para permitir a simplificação societária, mas não é isso que se irá deliberar”;
- u ) “a r. decisão mistura, com o devido respeito, conceitos, pois a utilidade da Operação, donde todos se beneficiam, para os acionistas controladores ou para qualquer outro acionista, não se confunde com o benefício verdadeiramente particular que a Lei das S.A. visa coibir”;
- v ) “é também preciso que fique claro, de uma vez por todas, que o endividamento dessas companhias não será transferido para a Oi, e que os ativos que a Portugal Telecom aportará na Oi não incluem as debêntures conversíveis ou qualquer outra participação direta ou indireta da Portugal Telecom na Oi, de modo que não há qualquer transferência de dívidas das holdings para a Oi, já que não será a Oi a liquidante dos créditos, mas as próprias holdings”;
- w ) “embora irrelevante para o conceito técnico de benefício particular, convém notar que a r. decisão busca apresentar certas avaliações dos ativos da Portugal Telecom e do preço de capitalização das holdings, mas, nesse caminho, acaba por adotar premissas equivocadas que lhe tolhem a validade”;

- x) “com efeito, em seu cálculo do valor econômico da TelPart e das holdings, a SEP utiliza o valor de mercado das suas participações na Oi. Ocorre que na avaliação de um ativo como as ações da TelPart é natural que o valor econômico do ativo seja determinado não com base nas cotações de mercado, que não existe, mas em um múltiplo de EBITDA ou outro parâmetro financeiro que possa indicar o valor justo daquele ativo”;
- y) “não se pode achar que o valor de mercado é o único balizador de preço, quanto mais quando se trata de ações pertencentes a um bloco de controle”;
- z) “veja-se que também são imprecisas as contas utilizadas para se encontrar um suposto prêmio que a Portugal Telecom estaria pagando pelas ações da TelPart. Os valores de R\$53 e R\$49 a que chega a SEP não tem fundamento e não representam a realidade da Operação”;
- aa) “de outro lado, a faixa de valores que a SEP afirma ter sido negociada entre a Portugal Telecom e os acionistas controladores (convém recordar que TelPart e os fundos de pensão não são partes do MOU) é, como já ficou claro dos diversos comunicados ao mercado e à CVM, uma estimativa que a Portugal Telecom tem dos seus ativos que serão aportados. Aliás, é bastante comum, em tais operações, que o titular dos ativos indique o valor que considera justo para os seus bens”;
- bb) “os controladores não definiram o valor dos ativos que serão aportados. E nem poderiam, diga-se de passagem. Esses ativos conferidos à Companhia virão a ser objeto de avaliação especializada independente que deverá atestar seu valor, na forma exigida pela lei”;
- cc) “entende-se ainda que essa i. SEP não deu à elaboração do laudo dos ativos a devida importância. Por isso convém ressaltar que, diferentemente de outros laudos facultativos, no caso específico do aumento de capital com integralização em bens, o laudo é rigorosamente tratado na Lei das S.A., inclusive com responsabilidade específica tanto do avaliador quanto do subscritor, nos termos do art. 8. Não cabe, assim, desmerecer o laudo, como parece fazer a SEP. Verdade é que, se não mitigaria por completo o suposto impedimento - que se admite para argumentar - o laudo contribui enormemente para afastar qualquer discussão sobre o valor dos ativos aportados. Caso contrário a lei não o teria expressamente exigido”;
- dd) “de outro lado, novamente equivocou-se a r. decisão ao assumir que o valor econômico dos ativos da Portugal Telecom deve ser calculado com base na cotação de mercado das suas ações. Logicamente, a Oi não poderia adquirir o controle da Portugal Telecom no mercado pagando simplesmente a cotação de mercado das ações. É natural que o próprio mercado exija um prêmio pelo controle da companhia e não é diferente com a transferência dos ativos para a Oi. Em uma companhia operacional como a Portugal Telecom, os acionistas certamente rejeitariam uma oferta de aquisição de controle que não oferecesse um prêmio sobre o valor de mercado das ações”;
- ee) “é preciso, ainda, esclarecer que os acionistas da Oi não são prejudicados e nem tampouco terão que arcar com o endividamento das holdings. A Companhia tem reiteradamente esclarecido que as debêntures serão convertidas em ações das holdings previamente à incorporação de ações da Oi e que os ativos que a Portugal Telecom aportará não incluem as debêntures ou qualquer outra participação direta ou indireta da Portugal Telecom na Oi, de modo que não há qualquer transferência de dívidas das holdings para a Oi, já que não será a Oi a liquidante dos créditos, mas as próprias holdings”;
- ff) “não é certo dizer que a exposição à dívida das holdings fica com os acionistas da CorpCo. É evidente que a dívida líquida do “grupo” é a mesma antes e depois da Operação, já que é a Portugal Telecom que capitalizará as holdings, e terá seus ativos aportados na Oi e, em passo seguinte, incorporados à CorpCo. Isso não significa que os acionistas da Oi que migrarão para a CorpCo arcarão com as dívidas das holdings, já que o montante a ser capitalizado será descontado do valor dos ativos que serão aportados na Oi. Ou seja, a Portugal Telecom receberá menos ações da companhia resultante da Operação justamente porque aportará os recursos para liquidação das dívidas das holdings”;
- gg) “a r. decisão precipita-se ao afirmar que estão conexos os benefícios a serem obtidos pelos controladores com a capitalização das holdings e a avaliação dos ativos no aumento de capital. Em primeiro lugar porque não há qualquer benefício particular por parte dos controladores, inclusive como mostram os valores acordados. Em segundo lugar porque o fim do aumento de capital não é compensar a Portugal Telecom por um suposto prêmio pago aos controladores. O objetivo nítido do aumento é possibilitar a integração das atividades da Oi com as da Portugal Telecom”;
- hh) “e não cumpre razão a quem diz que a estrutura da Operação - através do aumento - foi pensada para beneficiar os controladores. Muito se falou sobre um suposto benefício, mas a realidade é que caso a operação não contemplasse a capitalização das holdings, o valor dos ativos da Portugal Telecom contribuídos ao capital da Oi seria, logicamente, ainda maior. Utilizando apenas como referência para um exercício matemático o valor estimado pela Portugal Telecom para os Ativos, os cerca de R\$6 bilhões subiriam para possivelmente mais de R\$10 bilhões, considerando o montante que será capitalizado para liquidação do endividamento das holdings. Isso naturalmente provocaria uma maior diluição para os acionistas minoritários da Oi”;
- ii) “não é demais lembrar, inclusive, que na reorganização das holdings intermediárias na estrutura acionária da Oi o benefício fiscal detido pelas holdings será transferido para Oi em benefício de todos os seus acionistas, e não apenas para os acionistas controladores”;
- jj) “é importante lembrar que uma eventual incorporação da Portugal Telecom pela Oi, ao invés do aumento de capital, seria muito mais complexa e geraria, entre outros inconvenientes, participações recíprocas, vedadas pela Lei das S.A., que precisariam ser eliminadas no prazo legal, resultando em novas operações societárias, e novas despesas, para eliminar tais participações. E, no entender da administração, não permitiria a realização concomitante da oferta pública para a captação de novos recursos”.

3 7 . O entendimento comunicado no Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº 003/14 deve ser mantido com base nos fundamentos constantes do RA 90/13. Todavia, sem prejuízo do disposto naquele Relatório de Análise, nos parágrafos a seguir serão enfrentados os principais pontos trazidos pela Oi em seu recurso.

3 8 . O principal argumento constante do recurso da Oi é de que não haveria benefício particular dos acionistas controladores na Operação e, especificamente, nas deliberações relativas ao laudo de avaliação dos Ativos da Portugal Telecom a serem contribuídos no aumento de capital da Oi. Desta forma, não haveria impedimento de voto dos mesmos com relação a estas deliberações.

3 9 . Entretanto, no entendimento da SEP, conforme exaustivamente descrito no referido RA 90/13, existem benefícios evidentes possuídos exclusivamente pelos acionistas controladores da Oi na execução da Operação (ou seja, benefícios particulares), quais sejam o equacionamento do endividamento das *holdings* destes acionistas e o recebimento de um prêmio pelas ações de controle da Oi.

4 0 . Como também já abordado no RA 90/13, tais benefícios decorrem da combinação das diversas etapas da Operação, que deve ser analisada como um todo. Tais etapas são interdependentes, pois a Operação só irá concretizar-se, como deixou claro a Companhia em diversas oportunidades, com a execução bem-sucedida de cada etapa.

4 1 . O entendimento da SEP parte então desta premissa básica: não se pode abordar cada etapa de forma isolada, esquecendo-se de que cada etapa/operação faz parte da reorganização societária maior, a qual almeja a união das atividades da Oi e da Portugal Telecom. Analisar cada etapa isoladamente representaria uma visão “miope” e limitada da Operação; seria fugir à realidade dos fatos.

4 2 . Desta forma, o voto dos acionistas controladores referente aos bens da Portugal Telecom, no aumento de capital da Oi, não pode ser visto de forma isolada, mas deve ser compreendido no conjunto das demais etapas interdependentes que compõem a Operação. O benefício particular dos acionistas controladores deriva dessa combinação de operações que compõem a Operação maior, e não especificamente de uma etapa individual.

43. Nesta linha, conforme descrito nos parágrafos 110 a 112 do RA 90/13, o benefício dos acionistas controladores está relacionado a toda a estrutura da Operação e não apenas a esta deliberação específica, porém *“em uma abordagem prática, é na etapa do aumento de capital da Oi com a contribuição dos bens da Portugal Telecom que, na esfera da Companhia, concentram-se os aspectos mais delicados da Operação”* e, por isso, os mesmos estariam impedidos de votar nesta deliberação.

4 4 . Vale fazer um comentário sobre o precedente citado pela Companhia para afirmar que o impedimento de voto deveria ser analisado apenas sob a ótica isolada da deliberação tomada no momento. Naquele caso concreto (Processo CVM Nº RJ-2011-9011, apreciado pelo Colegiado em 16.02.12), tanto a SEP como o Colegiado entenderam não haver benefício particular.

4 5 . Naquela ocasião, discutiu-se se uma bonificação a ser concedida aos acionistas da Brasil Telecom S.A. deveria ser entendida como benefício particular para a sua controladora, uma vez que representaria 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 aos acionistas controladores.

4 6 . Verificou-se, naquele caso, que a concessão da bonificação não assegurava o controle majoritário aos acionistas controladores e, desta forma, não havia benefício particular destes últimos. Esta foi a razão determinante da decisão da SEP e do Colegiado sobre o caso. Caso a situação fosse diversa (ou seja, a bonificação representasse um meio para garantir o controle da companhia), suponho que o entendimento da CVM também poderia ser diferente.

47. Ultrapassada essa questão, a consequência da presença do benefício particular é a proibição do voto do acionista detentor do benefício, nos termos do art. 115, §1º da LSA. A Companhia argumenta que esse impedimento de voto deve ser analisado com cuidado, pois poderia ferir o princípio majoritário que rege a legislação societária e, *“no caso das ações ordinárias, retira-lhe um direito inerente e essencial”*.

4 8 . Concordo com a observação da Oi que casos de proibição de voto devem ser abordados com cautela (como qualquer caso de restrição de direitos). Porém, isto não impede que, quando presente o benefício particular (e, no caso concreto, mostra-se evidente tal benefício), o acionista beneficiado encontre-se impedido de votar.

4 9 . Ao contrário do que afirma a companhia, o direito de voto não representa um direito essencial do acionista, elencado no art. 109 da Lei nº 6.404/76. O mesmo não ocorre com o direito de recesso, objeto do próximo ponto deste recurso, que é expressamente enumerado como um direito essencial no referido dispositivo legal.

5 0 . Neste sentido, vale citar trecho do parecer recém-elaborado pela PFE (Memo Nº002/2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, de 03.01.14) no âmbito do Processo Nº RJ-2010-17537:

*“66. Os direitos essenciais dos acionistas, previstos no rol taxativo do art. 109 da LSA, são inderrogáveis, imutáveis, intangíveis, indisponíveis e irrenunciáveis, não podendo ser suprimidos, nem reduzidos pela assembleia geral ou pelo estatuto.*

**67. Apesar de o voto ser um direito importantíssimo do acionista, ele não representa um direito**

**essencial, não estando elencado no rol do art. 109 da LSA (...).**”(grifos nossos)

5 1 . Também é importante salientar que, para a caracterização do benefício particular, não é necessário que toda a Operação tenha sido estruturada com o único propósito de gerar tal benefício. Como já mencionado no RA 90/13, em nenhum momento a SEP efetuou tal afirmação.

5 2 . Ao contrário, conta do referido Relatório de Análise que *“não é possível afirmar que a Operação foi estruturada com o único intuito de prejudicar os acionistas minoritários ou a Companhia e teria como única finalidade “resolver o problema de alavancagem financeira dos controladores”. Como já dito anteriormente, ainda que não se entre no exame do mérito da Operação, há diversas justificativas para a execução da Operação que se mostram, em tese, razoáveis, como por exemplo, a migração ao Novo Mercado, melhoria da governança corporativa, sinergias operacionais, aumento de liquidez das ações, etc”*.

5 3 . Entretanto, ainda que a Operação tenha outros fins e gere outras consequências, o fato é que a estrutura adotada resulta no benefício, detido exclusivamente pelos acionistas controladores, da equalização de seu endividamento e da percepção de um prêmio pelas ações de controle indireto da Oi.

5 4 . Nesta linha, já prescreve o Parecer de Orientação CVM Nº 34/06: *“à constatação do impedimento de voto não envolve um julgamento sobre a licitude da deliberação a ser tomada. O acionista potencialmente favorecido estará impedido de votar mesmo que se trate, como se espera, de deliberar sobre benefícios perfeitamente lícitos, e que possam coincidir com o interesse da companhia”*.

5 5 . Salvo melhor juízo, caso o único intuito da Operação fosse gerar tal benefício particular aos controladores, não possuindo nenhum outro motivo, não se estaria diante apenas de hipótese de impedimento de voto, mas poderia ser configurada uma situação de abuso de poder de controle, prevista no art. 117 da LSA.

5 6 . Outro aspecto abordado no recurso foi o fato do memorando de entendimentos (“MOU”), no qual foram traçados os principais termos e delineada a estrutura da Operação, ter sido negociado entre as partes. Conforme afirmou a própria Companhia, *“os termos do MOU foram negociados entre as partes e que cada qual possui seus próprios interesses na execução da Operação”*.

5 7 . Esse argumento (ter existido negociação) **não é determinante** para a caracterização do benefício particular; para esta caracterização, basta existir um benefício direto na estruturação e execução da Operação que não é repartido com os demais acionistas, sendo exclusivo dos controladores.

5 8 . O fato de ter existido uma negociação, onde cada parte buscou o melhor para si, apenas **reforça** a presença do benefício particular. Não é razoável supor que os acionistas controladores que participaram da negociação do MOU não perceberam que a estrutura adotada iria equacionar o endividamento de suas *holdings* ou iria atribuir um prêmio para as ações de controle da Oi. Ao contrário, o mais lógico é crer que tais resultados foram intencionalmente alcançados no processo negocial (ainda que tenham sido buscados outros resultados com o desenho da Operação).

5 9 . Por este motivo, **não apenas os acionistas controladores que participaram diretamente da negociação do MOU encontram-se impedidos de votar, mas também todo o grupo de acionistas controladores (todos são acionistas da TelPart), pois todos estão obtendo os benefícios particulares.**

6 0 . Sem prejuízo do exposto, vale tecer as seguintes considerações sobre este ponto. A vontade da TelPart (holding controladora direta da Oi) é formada pela vontade de seus acionistas. Os acordos de acionistas existentes (no nível da TelPart) preveem a ocorrência de reuniões prévias antes de assembleias gerais ou RCAs da TelPart, sendo que as decisões tomadas nas reuniões prévias vinculam os votos de todas as partes na assembleia (Cláusula 3.1 do “Acordo de Acionistas Geral”).

6 1 . Pelo exame dos acordos de acionistas e pela composição acionária da TelPart, observa-se que os acionistas signatários do MOU têm preponderância no processo decisório desta companhia.

6 2 . Demonstração clara de que a TelPart já está de acordo com a estrutura da Operação, mesmo sem ter firmado diretamente o MOU, encontra-se no teor do primeiro Fato Relevante divulgado sobre a Operação, em 02.10.13, onde é mencionado que **“TelPart, AG e LF cederão de forma não onerosa a totalidade dos seus respectivos direitos de prioridade à Portugal Telecom”** no aumento de capital da Oi. A TelPart já assume obrigações (cessão gratuita de direitos) mesmo sem ter firmado o MOU.

6 3 . Reitero que os demais acionistas controladores da Oi (Fundação Atlântico de Seguridade Social, BNDESPar e fundos de pensão (Previ, Petros e Funcef)) também estão impedidos de votar porque, ainda que não tenham firmado o MOU, obtêm os mesmos benefícios na Operação.

6 4 . No que tange especificamente à BNDESPar, poder-se-ia vislumbrar, adicionalmente, uma situação conflituosa, uma vez que parte da dívida da TelPart a ser equacionada na Operação refere-se a ações preferenciais resgatáveis emitidas pela própria TelPart e detidas pela BNDESPar (no valor de R\$ 1,1 bilhão).

6 5 . Outra crítica mencionada pela Oi em seu recurso está relacionada aos exercícios de avaliação



que a SEP efetuou ao longo do RA 90/13, para inferir o valor atribuído às ações das *holdings* dos controladores (e, indiretamente, das ações de controle por estas detidas) e aos ativos operacionais da Portugal Telecom.

6 6 . No cálculo do valor econômico da TelPart e das *holdings*, a SEP utilizou como parâmetro, basicamente, as cotações das ações de Oi em bolsa. Nas palavras da Companhia, “na avaliação de um ativo como as ações da TelPart é natural que o valor econômico do ativo seja determinado não com base nas cotações de mercado, que não existe, mas em um múltiplo de EBITDA ou outro parâmetro financeiro que possa indicar o valor justo daquele ativo” e “não se pode achar que o valor de mercado é o único balizador de preço, quanto mais quando se trata de ações pertencentes a um bloco de controle”.

6 7 . A este respeito, é importante ressaltar que o objetivo do exercício efetuado era verificar a existência de um prêmio às ações de controle em relação às cotações de mercado, o que efetivamente foi observado. Não se está afirmando que em transações envolvendo ações de controle não sejam praticados prêmios e também não se está discutindo o tamanho deste ágio. Apenas chegou-se à conclusão que haveria um prêmio significativo e que tal prêmio será capturado exclusivamente pelos acionistas controladores no decorrer da Operação.

6 8 . A Companhia critica o resultado obtido pela SEP, alegando que “são imprecisas as contas utilizadas para se encontrar um suposto prêmio que a Portugal Telecom estaria pagando pelas ações da TelPart. Os valores de R\$53 e R\$49 a que chega a SEP não tem fundamento e não representam a realidade da Operação”.

69. Apesar da contestação, a Companhia, em nenhum momento, informa qual seria então as contas e os valores corretos pelos quais foram avaliadas as ações de emissão da Oi, detidas por TelPart e pela *holdings*, na estruturação da Operação.

7 0 . Críticas similares são feitas pela Oi em relação à avaliação dos ativos da Portugal Telecom: “novamente equivocou-se a r. decisão ao assumir que o valor econômico dos ativos da Portugal Telecom deve ser calculado com base na cotação de mercado das suas ações. Logicamente, a Oi não poderia adquirir o controle da Portugal Telecom no mercado pagando simplesmente a cotação de mercado das ações. É natural que o próprio mercado exija um prêmio pelo controle da companhia e não é diferente com a transferência dos ativos para a Oi. Em uma companhia operacional como a Portugal Telecom, os acionistas certamente rejeitariam uma oferta de aquisição de controle que não oferecesse um prêmio sobre o valor de mercado das ações”.

7 1 . Além dos argumentos apresentados acima, cabe aqui mais uma consideração: salvo melhor juízo, a Operação não acarreta (e nem se aproxima) da aquisição do controle da Portugal Telecom pela Oi, mas, de acordo com a Companhia, representa a união das atividades de ambas as companhias em uma nova companhia com capital pulverizado (e sem acionista controlador).

7 2 . Assim, poder-se-ia questionar se seria justificável um prêmio às ações da Portugal Telecom em relação às suas cotações em bolsa.

7 3 . Ao contrário do que alega a Oi em seu recurso, a SEP dá a elaboração do laudo dos Ativos da Portugal Telecom, nos termos do art. 8º da LSA, a devida importância. Apenas ressaltamos que a elaboração de tal laudo não tem o condão de mitigar o impedimento de voto, como já observado no RA 90/13 (parágrafo 104): “esse entendimento decorre da interpretação do próprio dispositivo [art. 8º], que, nos termos de seu parágrafo 5º, combina-se com o art. 115, §1º da Lei nº 6.404/76. Assim, a despeito da avaliação ser realizada por terceiro independente, o detentor dos bens contribuídos não pode votar sobre esta avaliação. Na mesma linha, esta avaliação independente não mitigaria outros eventuais conflitos”.

7 4 . O último ponto a ser abordado nesta seção refere-se à alegação da Oi de que não haveria benefício particular aos acionistas controladores de Oi porque, com a capitalização das *holdings* pela Portugal Telecom, o valor dos ativos desta contribuídos ao capital da Oi será menor (devido à saída de caixa da Portugal Telecom) e, conseqüentemente, os demais acionistas da Oi serão menos diluídos no aumento de capital.

7 5 . Entendo que também este argumento não deve prosperar. O benefício particular referente ao equacionamento do endividamento dos controladores subsiste ainda que, hipoteticamente, haja algum tipo de compensação na estrutura da Operação. Como já mencionado, não é necessário, para configurar o benefício particular, que este represente o único objetivo de uma operação. Por outro lado, a presença de resultados positivos em uma operação não descaracteriza eventual benefício particular existente.

7 6 . De fato, devido à capitalização das *holdings*, a Portugal Telecom receberá menos ações no aumento de capital da Oi. No entanto, ela será compensada pelas ações (da Oi ou da CorpCo) que receberá pela conversão das debêntures que adquirirá na capitalização das *holdings*, como já abordado no parágrafo 90 do RA 90/13.

7 7 . Reitero que o intuito da presente análise não é adentrar o mérito da Operação ou de suas diversas etapas. Todavia, no que tange aos acionistas minoritários da Oi, cumpre considerar que o fato de serem menos diluídos pela Portugal Telecom devido à capitalização das *holdings* não implica em uma situação de mérito indiscutível.

7 8 . Poderia se aventar que, eventualmente, seria melhor ser mais diluído e deter uma participação menor de uma Companhia mais capitalizada e mais capaz de fazer frente aos seus compromissos financeiros e ao seu plano de investimentos (caso a capitalização das *holdings* não ocorresse) do que ser menos diluído em uma Companhia menos capitalizada.

7 9 . O que a Lei busca coibir não é a mera diluição (consequência natural em um aumento de capital), mas a diluição **injustificada**, como se depreende do art. 170 e seguintes da LSA.

8 0 . Isto posto, a meu ver, o entendimento da SEP sobre a 1ª Consulta deve ser mantido, com base nos fundamentos descritos no RA 90/13 e no presente Relatório de Análise.

### Recurso em face da 3ª Consulta

81. Segue abaixo a transcrição da 3ª Consulta:

*“Os acionistas ordinaristas dissidentes da deliberação que aprovar a incorporação de ações da Companhia na CorpCo terão direito de recesso, tendo em vista que suas ações não gozam de dispersão?”*

8 2 . O entendimento da SEP sobre esta Consulta, comunicado através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº003/14, é de que *“os acionistas detentores de ações ordinárias de emissão da Oi dissidentes da deliberação que aprovar a incorporação de ações da Oi pela CorpCo fazem jus ao direito de retirada, uma vez que as ações ordinárias de emissão da Oi não possuíam (e ainda não possuem) dispersão no momento do Fato Relevante de 02.10.13 que primeiro anunciou a operação”*.

8 3 . Conforme constou do Ofício, *“é a partir do momento estipulado no art. 137, § 1º da Lei nº 6.404/76 (“na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior”) que devem estar presentes, conjuntamente, os requisitos de liquidez e dispersão para suprimir o direito de recesso”*.

8 4 . Em resumo, a companhia trouxe os seguintes principais argumentos para contestar o entendimento da SEP relativo à 3ª Consulta:

- a ) “o direito de recesso, como se sabe, é excepcional e qualquer interpretação sobre a sua incidência ou não deve ser estrita”;
- b ) “a principal razão para o tratamento restrito do recesso é que o direito de recesso, sendo excepcional, rompe com uma vedação de que a companhia se descapitalize em prol de seus acionistas, em prejuízo da própria companhia e de seus credores”;
- c ) “a Lei das S.A. ciente disso prevê que havendo outra forma eficaz para que o acionista dissidente se retire da Companhia, não há motivo para se onerar a companhia e colocá-la sob risco. Trata-se daqueles casos em que há um mercado líquido e ativo para a compra e venda de ações da companhia, como prevê o art. 137, II da lei. Nestes casos, em benefício da própria companhia, privilegia-se a saída de mercado, eliminando o direito de recesso”;
- d ) “para que se avalie a existência de uma saída de mercado, escolheu a lei os parâmetros da liquidez e da dispersão (...)”;
- e ) “a divergência envolve, neste caso, a definição do momento em que se verificam a liquidez e dispersão que eliminam o direito de recesso. A SEP entende que é no momento da divulgação do fato relevante que anuncia a operação em que devem estar presentes a liquidez e a dispersão”;
- f ) “com a devida *venia*, a essa i. área técnica não assiste razão, especialmente porque confunde duas coisas distintas: direito e legitimidade para o exercício do direito. Afinal, a Lei das S.A. confere o direito de recesso, mas o acionista não é obrigado a exercer o recesso. A lei apenas confere o direito ao dissidente da deliberação que aprova a operação e exige a manutenção da titularidade das ações para o exercício do recesso”;
- g ) “o direito de recesso não surge com a publicação do fato relevante. É, na verdade, resultante da decisão assemblear que aprova uma operação, dentre as previstas na lei, que, por modificar as bases da companhia, gera para o dissidente o direito de optar por não continuar naquela sociedade”;
- h ) “é que o poder de criar para a companhia a obrigação de pagar o recesso por suas ações somente é exercitável pelo acionista com a aprovação assemblear. Até aquele momento, o direito de recesso não está completo”;
- i ) “se a solução de mercado, como se diz, é uma solução destinada a não onerá-la desnecessariamente, não há que se falar em solução de mercado se não há obrigação da companhia em pagar o recesso. A saída de mercado, como um fim para se alcançar o objetivo de proteger a companhia, só ganha relevância no momento em que surge para a companhia a obrigação de pagar o reembolso”;
- j ) “tanto é que a minuta de Instrução da CVM que regulará operações de incorporação e incorporação de ações envolvendo companhias registradas na categoria A, objeto do Edital de Audiência Pública SDM Nº 04/2013 (ainda em análise), prevê que a existência de liquidez deve ser verificada na data da assembleia para aprovação da operação”;
- k ) “pode-se perguntar o porquê de ter a lei estabelecido a data de divulgação do fato relevante como marco para apuração da legitimidade para que o acionista possa exercer o recesso? O fez visando coibir abusos, evitando que investidores, já cientes da operação divulgada, ajam oportunisticamente, comprando ações no mercado somente com o objetivo de beneficiar-se do recesso, em prejuízo da própria companhia (...)”.
- l ) “não é preciso grande esforço para compreender que este motivo em nada se confunde com o momento em que a dispersão deve ser verificada”;
- m ) “a interpretação dada pelo Colegiado da CVM se coaduna com isso quando estabelece que o direito de recesso visa a proteger o acionista surpreendido pelo anúncio da operação. E pensa assim não porque o recesso surge com o anúncio. O faz pensando em que o acionista que compra ações após o anúncio não é surpreendido, ele adquire já ciente da

existência da operação e da possibilidade de eventualmente haver recesso. Portanto, embora o objetivo final seja comum - a proteção da companhia - é evidente que há uma enorme distância entre os fins das regras do inciso II e do parágrafo 1º do art. 137”;

- n ) “é também nas informações divulgadas ao mercado, na proposta da administração e principalmente na própria assembleia que os administradores podem esclarecer as dúvidas dos acionistas e os motivos pelos quais entendem que a operação é vantajosa para a companhia. A assembleia é o foro ideal para que o acionista forme sua opinião e, se for o caso, se oponha à deliberação e exerça o recesso dentro do prazo. Aceitar que o acionista deve poder vender suas ações antes disso é retirar da administração e do próprio acionista o direito de tomar uma decisão consciente e informada”;
- o) “a decisão não atenta para o fato de que a tese da SEP pode dar lugar a situações perversas. Imagine-se, a propósito, que na data de anúncio do fato relevante sobre uma reorganização as ações de uma determinada companhia tenham liquidez e dispersão, mas que a existência de condições precedentes prorroga a sua aprovação para muito após a data do anúncio, período no qual as ações deixam de contar com a liquidez ou a dispersão. Levar a cabo a tese da SEP significaria negar o direito de retirada para aqueles acionistas insatisfeitos ainda que eles não possuam uma solução de mercado para sair da companhia. Ou seja, admitir essa tese produziria justamente o efeito inverso daquele que busca a SEP, que é proteger o acionista”;
- p) “é preciso aqui um esclarecimento, para dizer que, no caso concreto, a r. decisão equivoca-se sobre os momentos em que ocorrem as etapas da Operação. Isso porque o aumento de capital, que aumentará significativamente a dispersão das ações da Oi, será realizado antes da incorporação de ações da Oi. De fato, a Companhia estima que será necessário, no mínimo, um mês e meio entre a liquidação da oferta pública e a deliberação das incorporações. Não são aprovações concomitantes como assume a SEP. Assim, não apenas na teoria, mas também na prática haverá dispersão suficiente no momento em que a incorporação for deliberada para que os acionistas dissidentes possam sair da companhia vendendo suas ações no mercado”;
- q ) “aliás, convém esclarecer que não se trata de uma solução de mercado "protelada", como diz essa d. Superintendência. A Companhia entende que na data da deliberação da incorporação já existirá a dispersão que a lei exige para que se possa afastar o direito de retirada. Não é que a incorporação irá gerar dispersão, haverá dispersão mesmo antes da assembleia, dado que a TelPart não mais será detentora de ações que lhe garantam a maioria de votos na Oi, após o aumento de capital, e serão necessárias algumas semanas para que se realize a assembleia que deliberará a incorporação de ações da Oi pela TelPart, assegurando na teoria e na prática a existência de uma solução de mercado para os acionistas dissidentes”.

8 5 . A despeito da argumentação da Companhia, a meu ver, o entendimento da SEP sobre a 3ª Consulta deve ser mantido. Entretanto, cabem tecer várias considerações sobre o tema, em função de argumentos constantes do recurso.

86. Em primeiro lugar, reitero que o direito de retirada é expressamente alçado pela Lei nº 6.404/76 à categoria dos direitos essenciais dos acionistas, conforme prevê o artigo 109, inciso V, da LSA.

87. Desta forma, o regime jurídico trazido pela Lei das S/A para reger o exercício deste direito deve ser abordado sob a ótica de sua função precípua, que é proteger o acionista. Como o exercício do direito de retirada acarreta, em maior ou menor grau, a descapitalização da companhia, o legislador buscou estabelecer um regime onde exista um equilíbrio entre o exercício do direito e a consequência à companhia, buscando não onerar esta última desnecessariamente.

8 8 . Todavia, ainda que exista esta “ponderação de interesses”, não há dúvidas que o direito de recesso e suas regras devem cumprir a sua função primordial de proteger o acionista. Sob esta ótica seu regime jurídico deve ser interpretado, e não com a leitura de que os dispositivos legais atinentes ao recesso visam proteger a companhia (como prescreve a Oi em seu recurso).

8 9 . O entendimento exarado pela SEP no RA 90/13 baseia-se nesta abordagem. Por todos os argumentos descritos naquela oportunidade, entendemos que, se o direito de recesso visa a proteger o acionista surpreendido pelo anúncio da operação, este acionista necessita desta proteção quando, ao ser surpreendido, não tem condições de alienar suas ações no mercado. Daí a conclusão de que precisa haver, cumulativamente, liquidez e dispersão, no momento do anúncio da operação que dará ensejo ao direito de recesso.

9 0 . Esta solução não interfere ou modifica as questões sobre o momento do exercício do direito de recesso ou quem teria a legitimidade para exercê-lo. As regras sobre o “direito” e a “legitimidade” não são afetadas e não estão sendo discutidas aqui; o que se discute é em que condições um direito essencial do acionista poderia ser suprimido (quando houvesse liquidez e dispersão).

9 1 . Reitero que o regime jurídico atinente ao direito de recesso deve ser interpretado e aplicado de uma forma coerente e sistemática, e a posição da SEP, ao contrário da visão da Companhia, mostra-se em harmonia com o entendimento exarado no âmbito dos Processos CVM Nºs RJ-2012-249, RJ-2012-1312, SP-2011-304 e SP-2012-28, que analisaram o direito de recesso no âmbito da reestruturação societária pela qual passou o grupo Oi, no início de 2012.

92. Adicionalmente, como também já explorado no RA 90/13, a posição da Oi leva a uma solução de mercado “protelada”, que depende da implementação bem sucedida da operação e que pode, na prática, só ocorrer em momento bem posterior a sua deliberação em assembleia, não parecendo estar de acordo com a sistemática legal de proteção aos acionistas minoritários e não protegendo o acionista surpreendido pelo anúncio da operação.

9 3 . Ao contrário, se a operação anunciada (a despeito da intenção da administração) for, na visão do mercado, destruidora de valor, tal fato será “precificado” pelo mercado em seguida ao anúncio. Não haverá o aguardo da realização da assembleia para que o mercado “ajuste” as cotações das ações da companhia, o que reforça a percepção de que a solução de mercado “protelada” não se mostra satisfatória, mas que a saída em mercado (utilizando-se da liquidez e dispersão) deve ser possível desde o anúncio da operação.

94. Cumpre reiterar que entre o anúncio de uma operação e sua deliberação em assembleia podem se passar meses (como no caso da Operação em questão) ou até anos, como em várias situações envolvendo a ratificação, pela assembleia geral, da aquisição de controle de sociedade mercantil (art. 256 da LSA). Neste último caso, uma solução de mercado “protelada” mostrar-se-ia ineficaz, pois não há prazo legal para a ratificação da aquisição e o direito de recesso também está condicionado à ausência de liquidez e dispersão.

95. Sem prejuízo de todo o exposto, a Companhia trouxe em seu recurso uma situação que merece uma abordagem mais aprofundada. Seria uma hipótese de, na data do anúncio do fato relevante sobre uma reorganização, as ações de uma determinada companhia terem liquidez e dispersão, porém entre tal data e a assembleia de acionistas que irá deliberar sobre a reorganização, as ações deixarem de contar com a liquidez ou dispersão.

9 6 . Concordo com a Oi de que este é um cenário possível e de que o acionista deve ser protegido neste caso. Todavia, entendo que a interpretação dada pela Companhia não seria a melhor.

9 7 . Desta forma, e para abranger casos como o descrito, entendo que os critérios de liquidez e dispersão, a fim de suprimir o direito de recesso, **devem não apenas estar presentes no momento do fato relevante que anuncia a operação, mas desde este momento até a deliberação e o exercício do direito de recesso, de forma ininterrupta.**

9 8 . **Este entendimento não modifica a conclusão da SEP constante do RA 90/13 e do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº003/14, mas apenas a complementa.** Só não haverá direito de recesso se houver, ininterruptamente, solução de mercado desde o primeiro anúncio da operação até sua deliberação em assembleia e o final do prazo para o exercício do direito de recesso.

9 9 . Esta, a meu ver, é a interpretação mais adequada do regime do direito de recesso, protegendo de forma mais eficaz o acionista e apresentando, de forma sistemática, coerência com o entendimento da CVM sobre o direito de retirada expresso na análise dos citados Processos CVM N<sup>os</sup> RJ-2012-249, RJ-2012-1312, SP-2011-304 e SP-2012-28, apreciados pelo Colegiado em 16.02.12.

1 0 0 . Vale ainda abordar mais um ponto levantado pela Oi em seu recurso. Em defesa de seu posicionamento, a Companhia menciona um dispositivo constante da minuta de instrução da CVM (a “Nova ICVM 319”) que regulará operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo companhias registradas na categoria A, objeto do Edital de Audiência Pública SDM Nº 04/2013.

1 0 1 . Como bem aponta a Companhia, apesar de findo o prazo de resposta ao referido Edital, ainda encontra-se em discussão e análise na CVM a minuta da Nova ICVM 319.

102. O dispositivo mencionado é a sugestão de redação do parágrafo único do artigo 9º da minuta da Nova ICVM 319, transcrito abaixo:

*“Art. 9º A condição de liquidez prevista na alínea “a”, inciso II, do art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976, está atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integrar um dos seguintes índices gerais representativos de carteira de valores mobiliários:*

*I – Índice Brasil 50 – IBrX-50; ou*

*II – Índice Bovespa – Ibovespa.*

*Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data da assembleia para aprovação da operação”. (grifos nossos)*

103. É importante destacar que, em primeiro lugar, esta disposição ainda encontra-se em uma minuta de instrução, portanto não se trata de uma regra em vigor. Por enquanto, é apenas uma sugestão de abordagem de uma questão.

1 0 4 . Além disso, uma redação constante de uma minuta de instrução que é submetida à audiência pública não representa necessariamente o entendimento da CVM sobre um determinado assunto. Muitas vezes, serve apenas como uma maneira, um ponto de partida, para se colocar em discussão algum assunto com o mercado.

1 0 5 . No caso específico, a regra sugerida para o caput deste art. 9º (que determina os dois índices – Ibovespa e IBrX-50 - que caracterizam a liquidez) representa a normatização de um entendimento já praticado há tempos nesta Autarquia. Por outro lado, a questão abordada no parágrafo único (o momento de verificação da existência de liquidez), salvo engano, não é baseada em precedentes da CVM ou foi estudada em profundidade, mas apenas serviu como ponto de partida para ser discutida na audiência pública.

1 0 6 . Assim, creio que essa questão está em aberto, sendo que a análise do presente caso vem ao

encontro da necessidade de chegar-se a uma definição a respeito.

1 0 7 . A fase em que a CVM se encontra, debatendo internamente o resultado da referida audiência pública, mostra que a presente discussão a respeito do momento da verificação da existência de liquidez e dispersão (entendo que se deve dar o mesmo tratamento às duas características) não deve ser abordada apenas no caso concreto da Oi, mas deve ser feita sob uma perspectiva mais ampla e genérica, pois certamente irá impactar a definição da Nova ICVM 319.

1 0 8 . Verificou-se do resultado da audiência pública que a questão não é pacífica. Vários participantes fizeram sugestões com relação ao dispositivo em comento. A seguir, enumero todas as sugestões efetuadas sobre o momento de apuração da existência de liquidez (no Anexo I ao presente Relatório de Análise encontram-se as justificativas de cada participante que apresentou sugestões sobre este dispositivo):

- a) **ABRASCA**: data da **divulgação do Anexo 20** à Instrução CVM nº 481/09;
- b) **ANBIMA**: data do **anúncio** da operação;
- c) **BM&FBovespa**: data da **realização da assembleia** convocada para deliberação da operação;
- d) **Faoro & Fucci Advogados**: a existência de liquidez deve ser demonstrada **desde a divulgação da operação até a data da assembleia** para aprovação da operação;
- e) **Mattos Filho Advogados**: data de **convocação** da assembleia que for deliberar sobre a operação; e
- f) **Ulhôa Canto Advogados**: data da **primeira publicação do edital** de convocação da assembleia para aprovação da operação **ou** na data da **comunicação do fato relevante** objeto da deliberação, **se anterior**.

1 0 9 . Por todos os motivos já expostos, entendo que a interpretação sugerida pela SEP atende, não apenas no caso concreto, mas de uma forma geral, ao intuito do regime jurídico trazido pela Lei das S/A a respeito do direito de retirada, que, em primeiro lugar, visa proteger o acionista.

1 1 0 . Assim, o entendimento da SEP a respeito da 3ª Consulta deve ser mantido, no sentido que *“os acionistas detentores de ações ordinárias de emissão da Oi dissidentes da deliberação que aprovar a incorporação de ações da Oi pela CorpCo fazem jus ao direito de retirada, uma vez que as ações ordinárias de emissão da Oi não possuíam (e ainda não possuem) dispersão no momento do Fato Relevante de 02.10.13 que primeiro anunciou a operação”*.

1 1 1 . Entretanto, a fundamentação desse entendimento deve ser complementada, esclarecendo que, para ser suprimido o direito de recesso, os critérios de liquidez e dispersão deveriam estar presentes **ininterruptamente** desde a data da comunicação do fato relevante que tratou da Operação até a deliberação da incorporação das ações da Oi pela CorpCo e o exercício do direito de recesso.

#### **Formulário do art. 11 da Instrução CVM nº 358/02**

112. Na consulta efetuada, a Tempo Capital alegou que seria *“incorreta a informação mensal fornecida pela Companhia em atendimento [ao] artigo 11, da Instrução CVM nº 358, de 2002, no sentido de que os controladores teriam apenas 48% das ações ordinárias de emissão da Companhia”*.

113. Na análise da questão, a SEP entendeu que a informação constante nos formulários do art. 11 da Instrução CVM nº 358/02 (“ICVM 358”) apresentados pela Companhia não correspondia à realidade, pois os acionistas controladores da Oi possuiriam um quantidade de ações superior ao percentual informado.

1 1 4 . Desta forma, no mesmo OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº003/14, foi solicitada a reapresentação, através do Sistema IPE, do referido formulário com as informações corrigidas.

1 1 5 . Através de correspondência protocolada na CVM em 21.01.14, a Companhia contestou o entendimento da SEP sobre a necessidade de reapresentação do citado formulário, alegando que (fls. 323/324):

- a ) “consta da última versão do formulário apresentado pela Companhia no Sistema IPE para os fins do art. 11 da Instrução CVM nº 358/02 a informação de que são controladores da Companhia acionistas representantes de 48,50511% das ações ordinárias de sua emissão, considerando-se, para este fim, as ações em tesouraria”;
- b ) “tal percentual reflete a informação constante dos itens 15.1 e 15.2 do Formulário de Referência da Companhia, informação essa que, pelo próprio sistema do Formulário de Referência necessariamente contabiliza as ações em tesouraria, e representa o somatório das participações em ações ordinárias da Companhia detidas pela Telemar Participações S.A. (“TmarPart”) e pela Valverde Participações S.A., detentoras, respectivamente de 41,69% e 6,81% das ações ordinárias de emissão da Companhia, considerando-se as ações em tesouraria”;
- c ) “não cabe aqui, no entendimento da Companhia, a inclusão de outros acionistas a exemplo da Bratel Brasil S.A., o BNDES ou os fundos de pensão, como sugere a Consultante. Primeiramente, porque, como se sabe, nenhum desses acionistas possui individualmente mais de 50% das ações ordinárias de emissão da Companhia”;
- d ) “adicionalmente, há dois Acordos de Acionistas da TmarPart, os quais se encontram arquivados na sede da Companhia e disponíveis em sua página do Sistema IPE, sendo que apenas um deles trata efetivamente do exercício do poder de controle da TmarPart, e, indiretamente da Oi, do qual somente são signatários AG Telecom Participações S.A., LF Tel S.A., e a Fundação Atlântico de Seguridade Social, acionistas que, por sua vez, não detêm ações ordinárias

de emissão da Companhia, mas somente ações preferenciais, de modo que não alteram o percentual divulgado”.

1 1 6 . A meu ver, os argumentos apresentados pela Companhia não teriam o condão de modificar o entendimento da SEP de que a informação sobre a posição dos acionistas controladores constante no formulário do art. 11 da ICVM 358 é incorreta, pelas razões descritas a seguir.

1 1 7 . Primeiramente, ressalta-se que a obrigação de divulgação constante do citado art. 11 da ICVM 358 abrange “os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária”, por força do caput do referido dispositivo, não contemplando acionistas controladores.

1 1 8 . Todavia, várias companhias abertas, de forma voluntária, efetuam a divulgação, no mencionado formulário, também das posições e negociações efetuadas por seus acionistas controladores, como é o caso da Oi.

1 1 9 . Apesar desta não ser obrigatória, uma vez efetuada, tal divulgação deve ser feita de forma correta.

1 2 0 . No formulário do art. 11 da ICVM 358, a Companhia apenas divulga a posição dos acionistas controladores diretos TelPart e Valverde Participações S.A. (“Valverde”), não mencionando a participação direta no capital da Oi detida pelos acionistas controladores indiretos.

121. Assim, a participação direta de titularidade de Bratel Brasil S.A. (veículo da Portugal Telecom), AG Telecom Participações S.A., LF Tel S.A., Fundação Atlântico de Seguridade Social (“FASS”), BNDESPar e dos fundos de pensão (Previ, Petros e Funcef) não é citada no referido formulário, o que, a meu ver, estaria incorreto.

122. Para facilitar a análise, pode-se recorrer às tabelas a seguir, que foram construídas com base nas informações da última versão do Formulário de Referência 2013 da Oi (v.13, apresentada em 12.12.13) e trazem mais detalhes sobre a composição societária da Companhia e de sua controladora direta Telemar Participações S.A. (fls. 381/386v):

Oi S.A.						
	Ordinárias	%	Preferenciais	%	Total	%
	OIBR3		OIBR4			
Telemar Participações S.A. (TelPart)	249.734.835	41,69%	18.289.917	1,53%	268.024.752	14,91%
Valverde Participações S.A. (TelPart)	40.814.953	6,81%	-	0,00%	40.814.953	2,27%
Bratel Brasil S.A. (Portugal Telecom)	36.367.992	6,07%	215.665.688	18,00%	252.033.680	14,02%
AG Telecom Part S.A.	-	0,00%	69.701.986	5,82%	69.701.986	3,88%
LF Tel S.A.	-	0,00%	69.701.555	5,82%	69.701.555	3,88%
Outros	187.840.154	31,36%	751.910.563	62,76%	939.750.717	52,29%
Ações em tesouraria	84.250.695	14,07%	72.808.066	6,08%	157.058.761	8,74%
<b>Total</b>	<b>599.008.629</b>	<b>100%</b>	<b>1.198.077.775</b>	<b>100%</b>	<b>1.797.086.404</b>	<b>100%</b>

Telemar Participações S.A. (TelPart)						
	Ordinárias	%	Preferenciais	%	Total	%
AG Telecom Part S.A.	614.798.542	19,36%	-	0,00%	614.798.542	19,35%
BNDESPar	414.535.522	13,05%	666.670	100,00%	415.202.192	13,07%
Bratel Brasil S.A. (Portugal Telecom)	383.359.675	12,07%	-	0,00%	383.359.675	12,07%
Previ	307.877.595	9,69%	-	0,00%	307.877.595	9,69%
LF Tel S.A.	614.798.542	19,36%	-	0,00%	614.798.542	19,35%
FASS	365.523.647	11,51%	-	0,00%	365.523.647	11,51%
Funcef	237.690.236	7,48%	-	0,00%	237.690.236	7,48%
Petros	237.690.236	7,48%	-	0,00%	237.690.236	7,48%
<b>Total</b>	<b>3.176.273.995</b>	<b>100%</b>	<b>666.670</b>	<b>100%</b>	<b>3.176.940.665</b>	<b>100%</b>

1 2 3 . Como se verifica das tabelas acima, a Oi é controlada diretamente pela TelPart e pela Valverde (que é subsidiária integral da TelPart), as quais possuem 48,5% das ações ordinárias da Companhia ou 56,4% desta espécie, caso excluídas as ações em tesouraria.

1 2 4 . Por sua vez, a TelPart (e indiretamente, a Oi) é controlada por três principais grupos de acionistas: o grupo Andrade Gutierrez (“AG”), o grupo Jereissati/La Fonte (“LF”) e a Portugal Telecom.

1 2 5 . Vale mencionar que, no Formulário de Referência 2013 - v.06 da própria TelPart (que é uma companhia aberta), consta que **todos** os seus acionistas (mencionados na tabela acima) são controladores e participam de acordo de acionistas (fl. 387). Assim, se todos são controladores da TelPart, também são controladores indiretos da Oi.

126. Verifica-se do Sistema IPE que existem atualmente dois acordos de acionistas referentes à TelPart

(firmados em 25.04.08 e aditados em 25.01.12), além de acordos de acionistas (2) firmados no nível de holdings dos grupos AG (Pasa Participações S.A.) e LF (EDSP75 Participações S.A.), que regem as relações entre a Bratel Brasil S.A. (veículo da Portugal Telecom) e os grupos AG e LF.

1 2 7 . Pela leitura dos referidos acordos de acionistas (que regulam o exercício do controle das *holdings* controladoras, e, indiretamente, da Oi), não há dúvida que os veículos dos grupos AG, LF e Portugal Telecom (por meio da Bratel Brasil), bem como o FASS, representam acionistas controladores da Oi e, desta forma, as posições diretamente detidas por estes veículos no capital da Companhia devem ser reportadas no formulário referente ao art. 11 da ICVM 358.

1 2 8 . Ademais, em meu entender, para os fins da divulgação do art. 11 e do item 15. *Do Formulário de Referência, também devem ser divulgadas as posições da BNDESPar e dos fundos de pensão Previ, Petros e Funcef* detidas diretamente no capital da Companhia.

1 2 9 . Isto porque, salvo melhor juízo, estes também podem ser considerados acionistas controladores indiretos da Oi (e, reitero, a própria TelPart, em seu Formulário de Referência, os classifica desta forma).

1 3 0 . A BNDESPar e os referidos fundos de pensão, juntamente com todos os demais acionistas da TelPart, são partes de um acordo de voto (denominado "Acordo de Acionistas Geral"), aditado em 25.01.12 e que regula direitos e obrigações na qualidade de acionistas da TelPart (fls. 388/418).

1 3 1 . Tal acordo de acionistas prevê a ocorrência de reuniões prévias antes de assembleias gerais ou RCAs da TelPart, sendo que as decisões tomadas nas reuniões prévias vinculam os votos de todas as partes na assembleia (Cláusula 3.1).

1 3 2 . Além disso, há diversas matérias relevantes que exigem quoruns qualificados para aprovação (75%, 77% e 87,4%). Tendo em vista que os acionistas AG, LF, Portugal Telecom e FASS possuem apenas 62,3% das ações ordinárias da TelPart, para serem aprovadas as matérias relevantes enumeradas no acordo de acionistas é necessário o voto favorável de pelo menos 1 (ou mais, dependendo da matéria e do quorum) dos demais acionistas (BNDESPar e fundos de pensão).

1 3 3 . Assim, a gestão da TelPart (e, indiretamente, da Oi) é conduzida "em bloco", por LF, AG, Portugal Telecom, FASS, BNDESPar, Previ, Petros e Funcef, por força dos acordos de acionistas existentes.

1 3 4 . Desta forma, uma vez que a Companhia decidiu incluir as informações sobre os acionistas controladores no formulário do art. 11 da ICVM 358, deveriam constar deste formulário informações não apenas de TelPart e Valverde, mas também dos controladores indiretos da Oi que detêm participações diretas no capital votante e preferencial da Oi (Bratel Brasil S.A. e outros veículos da Portugal Telecom, LF Tel S.A., AG Telecom Participações S.A., FASS, BNDESPar e os fundos Previ, Petros e Funcef).

1 3 5 . Deve-se lembrar que o referido formulário exige a divulgação das posições e negociações "*realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladas ou controladora*", inclusive derivativos, de modo que **as posições detidas ou negociações com ações preferências também devem ser divulgadas.**

1 3 6 . Na análise da questão verificou-se também inconsistências no preenchimento do item 15.1 do Formulário de Referência da Oi, pelos motivos descritos acima:

- a) não estão discriminadas as participações diretas no capital votante e total da Companhia eventualmente detidas por FASS, BNDESPar e pelos fundos Previ, Petros e Funcef;
- b) em relação à Bratel Brasil S.A., à LF Tel S.A. e à AG Telecom Participações S.A., consta a informação de que tais acionistas não são acionistas controladores;
- c) na composição acionária da TelPart (ao contrário do que consta no Formulário de Referência arquivado pela própria TelPart), todos os seus acionistas são classificados como não sendo controladores e não fazendo parte de acordo de acionistas.

1 3 7 . Por todo o exposto, entendo que a Companhia deveria corrigir as informações constantes do formulário do art.11 da ICVM 358 e do item 15.1 do Formulário de Referência.

1 3 8 . Uma vez que a Companhia contestou o entendimento da SEP sobre o preenchimento do art. 11, sugiro, por questão de economia processual, que este assunto também seja apreciado pelo Colegiado quando da análise dos recursos aqui tratados.

### **III. CONCLUSÃO**

1 3 9 . Diante do exposto, entendo que **não merece reparo o entendimento da SEP**, contido no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 003/14, de 08.01.14. Tal entendimento deve ser mantido pelos fundamentos descritos no RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº090/13 e no presente Relatório de Análise.

Desta forma, sugiro o envio do presente processo à SGE, para encaminhamento ao Colegiado para deliberação, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03, sobre os seguintes assuntos:

- a) recurso apresentado pela Tempo Capital em face do entendimento da SEP quanto à 2ª Consulta;
- b) recurso apresentado pela Companhia em face do entendimento da SEP quanto à 1ª e 3ª Consultas; e
- c) contestação da Companhia quanto à exigência, pela SEP, de reapresentação do formulário do art. 11 da Instrução CVM Nº 358/02.

Atenciosamente,

DOV RAWET  
Assistente - SEP

De acordo, em \_\_\_/02/14

JULIANA VICENTE BENTO  
Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

De acordo, em \_\_\_/02/14

**À SGE,**

FERNANDO SOARES VIEIRA  
Superintendente de Relações com Empresas

**ANEXO I - SUGESTÕES DOS PARTICIPANTES EM RELAÇÃO AO PARÁGRAFO ÚNICO DO ART. 9º DA MINUTA DA “NOVA ICVM 319”**

**Editais de Audiência Pública SDM Nº 04/2013**

**1) ABRASCA**

“O parágrafo único do artigo 9º da Minuta determina que a data da assembleia que aprovar a Operação será utilizada como referência para a verificação da existência da liquidez tratada neste artigo. No entanto, entendemos que essa determinação poderá gerar dificuldades e até mesmo instabilidade para as companhias, pelos motivos expostos abaixo.

Como se sabe, a Instrução CVM 481 determina a divulgação da incidência ou não de direito de recesso anteriormente à realização da assembleia que for deliberar sobre a Operação:

*“Art. 6º **A companhia deve tornar disponíveis aos acionistas**, por meio de sistema eletrônico na página da CVM na rede mundial de computadores:*

*I - as informações e documentos previstos nos demais artigos deste Capítulo III; e*

*II - quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia*

*Parágrafo único. **Os documentos e informações devem ser fornecidos até a data da publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia**, exceto se a Lei nº 6.404, de 1976, esta instrução ou outra norma da CVM estabelecer prazo maior”.* (grifamos)

e

*“Art. 20 Sempre que a matéria deliberada em assembleia geral der ensejo a direito de recesso **a companhia deve fornecer**, no mínimo, **as informações indicadas no Anexo 20** à presente instrução” .* (grifamos)

Como observado, o Anexo 20 da Instrução CVM 481, que exige a disponibilização aos acionistas das informações relacionadas ao direito de recesso, inclusive o valor do recesso em si, deverá ser divulgado pela companhia até a data de publicação do primeiro edital. Então, já nessa ocasião (publicação do edital de convocação), a companhia deverá estar ciente da incidência ou não do direito de recesso, o que será verificado com base na existência de liquidez e dispersão das ações de sua emissão.

Portanto, quanto à Minuta, acreditamos que o momento ideal para a verificação da existência de liquidez e



dispersão seria na data da divulgação do Anexo 20 à Instrução CVM 481, e não na data da realização da assembleia, como proposto.

Ademais, também entendemos que o artigo 137 da Lei das Sociedades por Ações dispõe que o direito de recesso fica dispensado no caso da existência de liquidez e dispersão e, portanto, não basta a Minuta determinar apenas a data base para cálculo da liquidez; também é necessário que se defina uma data base para o cálculo da dispersão.

Com esse objetivo, sugerimos a seguinte redação para o parágrafo único do artigo 9º da Minuta:

*“Art. 9º A condição de liquidez prevista na alínea “a”, inciso II, do art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976, está atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integrar um dos seguintes índices gerais representativos de carteira de valores mobiliários:*

*I – índice Brasil 50 - IBrX-50; ou*

*II – índice Bovespa - IBOVESPA.*

*Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput e da dispersão de que trata a alínea “b”, inciso II, do art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976, será verificada pela administração da companhia na data de divulgação do Anexo 20 à Instrução CVM 481, de 17 de dezembro de 2009.”*

## 2) **ANBIMA**

*“Art. 9º A condição de liquidez prevista na alínea “a”, inciso II, do art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976, está atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integrar um dos seguintes índices gerais representativos de carteira de valores mobiliários:*

*I – Índice Brasil ~~50~~ - IBrX-~~50~~; ou*

*II – Índice Bovespa - IBOVESPA.*

*Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data ~~da assembleia para aprovação do anúncio~~ da operação”.*

Sugerimos a troca do índice IBrX-50 pelo índice IBrX – Índice Brasil.

A razão para a sugestão é que todas as ações do índice IBrX-50 já são parte do IBOVESPA. Com a troca do IBrX-50 pelo IBrX, composto pelas 100 ações mais líquidas da BOVESPA (e não 50, como o IBrX-50), haveria um incremento de 30 ações ao que é atualmente coberto pelo IBOVESPA, conforme demonstrativo constante do Anexo I.

Ainda, entendemos que a data de checagem da existência de liquidez deveria ser a do anúncio da operação. Proceder à verificação na data da assembleia para aprovação da operação, conforme proposto no edital em referência, poderá gerar incerteza para as companhias que estejam mais próximas do limite desses índices quando do anúncio, tendo em vista as negociações que podem ocorrer no mercado secundário até a data da realização da assembleia.

Sendo assim, sugerimos que, para verificação da condição de existência de liquidez, seja considerada a data do anúncio da operação.”

## 3) **BM&FBovespa:**

- Texto em vigor: Não há referência;
- Texto da Audiência Pública: “Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data da assembleia para aprovação da operação.”
- Proposta BM&FBOVESPA: “Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data da realização da assembleia convocada para ~~aprovação~~ **deliberação** da operação.”

## **Justificativa:**

Sugerimos o aperfeiçoamento da redação do dispositivo, dando-se mais clareza à data de verificação de existência de liquidez, de um lado, e, de outro lado, falando-se em “deliberação”, ao invés de “aprovação” da operação”.

## 4) **Faoro & Fucci Advogados:**

“A. Dispositivo da Minuta comentado e a redação proposta pela CVM:

Artigo 9º., Parágrafo Único: “Artigo 9º. [...] Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data da assembleia para aprovação da operação.”

B. Sugestão de redação para o dispositivo:

“Artigo 9º. [...] Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput deve ser demonstrada desde a divulgação da operação até a data da assembleia para aprovação da operação.”

### C. Comentários:

A liquidez de uma ação pode ser afetada positiva ou negativamente, desde a divulgação operação de que trata este dispositivo até a realização do assembleia que deliberar a aprovação da operação. Neste sentido, uma ação pode não apenas sair de um índice neste interregno, como, eventualmente, ingressar nos índices ora estabelecidos no *caput*. Caso esta liquidez positiva seja provocada por força de uma pressão vendedora dos atuais acionistas da sociedade, o dispositivo sugerido na Minuta servirá como um carburante deste processo.

Nossa sugestão, portanto, é no sentido de que a liquidez deve ser verificada não apenas no momento da assembleia que deliberar sobre a aprovação, mas durante todo o processo, que se inicia com a divulgação da operação ao mercado”.

#### 5) **Mattos Filho Advogados:**

*“Art. 9º A condição de liquidez prevista na alínea “a”, inciso II, do art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976, está atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integrar um dos seguintes índices gerais representativos de carteira de valores mobiliários: I - Índice Brasil 50 - IBrX-50; ou II - Índice Bovespa - IBOVESPA.*

*Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data da assembleia para aprovação da operação.”*

Sugerimos que a redação do artigo 9º acima transcrito seja alterada para constar que a existência de liquidez de que trata o caput do artigo seja verificada na data de convocação da assembleia que for deliberar sobre a operação, visto que a existência do direito de recesso é uma informação relevante para a consideração da administração na proposta da operação e para a deliberação dos acionistas. Além disso, o prazo entre a convocação e a realização da assembleia geral é suficientemente curto para evitar distorções de liquidez”.

#### 6) **Uihôa Canto Advogados:**

Redação Proposta	Sugestão
Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o <b>caput</b> será verificada na data da assembleia para aprovação da operação.	Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o <b>caput</b> será verificada na data da <u>primeira publicação do edital de convocação da assembleia para aprovação da operação</u> <u>ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.</u>

“A alteração proposta tem por objetivo compatibilizar a redação da nova instrução com o disposto no § 1º do artigo 137, da Lei das S.A. e no artigo 20 e Anexo 20 da Instrução CVM nº 481/2009”.