

Manifestação de Voto

1. Esta manifestação trata apenas da questão do impedimento de voto devido ao benefício particular conforme arguido pela Superintendência de Relações com Empresas - SEP, após consulta da Tempo Capital Principal Fundo de Investimentos de Ações ("Tempo" ou "Consulente"). Pelas razões abaixo expostas, entendo que não há benefício particular no caso em tela e, portanto, que os acionistas controladores da Oi S.A. ("Oi" ou "Companhia") não precisam se abster de votar na assembleia geral especial convocada para apreciar o Laudo de Avaliação dos ativos líquidos da Portugal Telecom (ao longo deste voto, "Portugal Telecom" abrange indistintamente Portugal Telecom SGPS S.A. e as e sociedades a ela ligadas) que serão conferidos ao capital da Oi.
2. No que diz respeito (i) ao momento em que os critérios de liquidez e dispersão devem ser observados para efeitos do direito de recesso; (ii) ao direito de recesso das ações preferenciais na incorporação de ações da Oi; (iii) à necessidade de assembleia especial de acionistas preferencialistas; e (iv) à necessidade de reapresentação do formulário da Instrução CVM nº 358/2002, acompanho a Diretora Relatora Luciana Dias.
3. A duas próximas seções apresentam o posicionamento da SEP e os precedentes da CVM sobre benefício particular, respectivamente. A seção III discute o conceito de benefício particular e o aplica ao caso concreto. A seção IV discute o direito de voto e a sua vedação. A seção V conclui.

I. O Posicionamento da SEP

4. No que diz respeito ao impedimento de voto por parte dos controladores, observo que a SEP corretamente enquadrou a questão como sendo de "benefício particular" e não como "conflito de interesses". As hipóteses de conflito de interesses tratadas no §1º do art. 115 da Lei nº. 6.404/1976 são aquelas onde o acionista tem "interesse conflitante com o da companhia", não abrangendo, portanto, hipóteses onde há somente divergência entre os interesses dos acionistas. No caso em tela, não há que se falar em conflito de interesses em relação à Companhia na apreciação do aumento de capital decorrente do aporte de ativos pela Portugal Telecom pela AGE, dado que a Oi é, em princípio, beneficiária da operação. A diluição maior ou menor que seus acionistas sofrerão não afeta as operações da Companhia ou o seu fluxo de caixa. Na Reorganização Societária ora em apreciação, apenas se comprovado sobrepreço dos ativos a serem aportados pela Portugal Telecom, poder-se-ia considerar prejuízo para a Companhia a qual estaria absorvendo ativos que valeriam menos do que a realidade, estando estes ativos sujeitos à futura baixa de seu valor contábil (*impairment*).
5. Várias análises realizadas pelas corretoras (*sell side*) após o anúncio da operação corroboram a visão de que a operação é benéfica para a Companhia. Tais análises, embora reconheçam a complexidade da operação e a falta de clareza, enfatizaram os ganhos com a melhoria do balanço da Companhia, captura de sinergias, migração para o Novo Mercado, simplificação da estrutura acionária, e a remoção do risco de governança corporativa historicamente associado à Companhia ^[1].
6. Há, portanto, motivos para acreditar que a operação é benéfica para a Companhia e neste sentido deveria ser apoiada por todos os seus acionistas independentemente de serem minoritários ou controladores. Se assim é, por que esta operação é controversa? Para a Consulente, a operação permite que a dívida das companhias *holdings* dos controladores da Oi seja paga pela Portugal Telecom e, para compensar esta última, o valor dos ativos a serem aportados pela Portugal Telecom no aumento de capital estaria sobrevalorizado.
7. A Área Técnica compartilha deste entendimento da Consulente. A SEP entende que a operação confere benefício particular aos acionistas controladores da Telpart que, portanto, estariam impedidos de votar na assembleia.

II. Os Precedentes da CVM

8. Inicialmente, gostaria de destacar que o conceito de benefício particular está longe de ser pacífico nesta CVM.
9. Para comprovar a minha assertiva, recapitulo as três decisões recentes da CVM sobre benefício particular, depois da publicação do Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18/08/2006:

a. Processo CVM nº RJ2006/6785 apreciado em 25/09/2006 (Caso "Tele Norte Leste")

Neste caso, o Colegiado, por maioria, entendeu que nos casos do Parecer de Orientação CVM nº 34, os acionistas titulares de ações preferenciais poderiam votar, ainda que também fossem titulares de ações ordinárias, quando estas, por força do § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976, e na forma do referido Parecer de Orientação, estivessem impedidas de votar. Ficou vencido o Diretor Pedro Marcílio, que entendia que o impedimento de voto deveria ser apurado caso a caso, mediante a análise dos efeitos econômicos da deliberação sobre a participação de cada acionista.

No que diz respeito ao benefício particular, o ponto crucial deste voto foi o reconhecimento, nas palavras do voto vencedor do Presidente Marcelo Trindade de que “o Parecer de Orientação 34 não reconheceu a incidência do impedimento de voto apenas de alguns acionistas titulares da classe ou espécie de ações beneficiada, dependendo de sua situação específica. Reconheceu o impedimento de voto de toda a espécie ou classe, por força de sua situação genericamente considerada, ou da situação particular da classe ou espécie, como se queira”.

É interessante notar que a decisão da CVM no Processo CVM nº RJ2006/6785 analisado em 25/09/2006 não apenas causou divergência à época, como ainda hoje não é pacífica, mesmo em relação a quem está impedido ou não de votar. Explico. O Ex-Diretor dessa casa, Marcos Pinto, em parecer que analisa a Reorganização Societária da Oi, elaborado a pedido de acionista minoritário da Companhia, afirmou (p.15 do parecer):

“Antes de encerrar minha análise, gostaria de enumerar com mais precisão quais sociedades estão abrangidas pelo impedimento de voto nesse caso. Obviamente, o impedimento se aplica a Telpart, LF e AG, pois estas empresas estão tendo suas dívidas equacionadas. Além disso, como a operação atribui um sobrepreço às ações da Telpart, e também liquida as dívidas dessa companhia, todos os seus acionistas são por ela particularmente beneficiados. Logo, todos estão impedidos de votar¹²”.

E acrescentou na nota de rodapé número 12:

“A menos que seu interesse enquanto acionistas diretos da Oi seja mais forte do que seu interesse enquanto acionistas indiretos da companhia por meio da Telpart. Sigo aqui a mesma lógica do voto vencido do Diretor Pedro Marcílio no Processo CVM nº RJ2006/6785, datado de 25 de setembro de 2006”.

Ou seja, a visão de hoje de Marcos Pinto é a de que o melhor posicionamento era a do voto vencido de Pedro Marcílio em 2006 e não a posição que prevaleceu na decisão do Colegiado de 25/09/2006. Aplicando-se o entendimento de Pedro Marcílio e Marcos Pinto ao caso em análise, conclui-se que acionistas como a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“PREVI”) poderiam eventualmente estar aptos a votar na Assembleia Geral Extraordinária (“AGE”) da Oi convocada para 27/03/2014. A Tabela 1 mostra a participação da PREVI na Oi, direta e indiretamente:

Tabela 1 - Participação Direta e Indireta Via Telpart da PREVI no Capital da Oi

<i>Ações</i>	<i>Nº Ações Previ</i>	<i>Nº Total de Ações Ex-Tesouraria</i>	<i>%</i>
<i>Ordinárias</i>	<i>20.124.579</i>	<i>514.757.934</i>	<i>3,91%</i>
<i>Preferenciais</i>	<i>36.393.103</i>	<i>1.125.269.709</i>	<i>3,23%</i>
<i>Total</i>	<i>56.517.682</i>	<i>1.640.027.643</i>	<i>3,45%</i>
<i>Total do Capital Detido pela Previ Via Telpart</i>			<i>1,82%</i>

Fonte: Lista dos 100 maiores acionistas ON e PN da Oi nas datas de 01/10/2013 e 26/02/2014 fornecida pela Companhia e organograma atual da Oi à página 2 da apresentação Projeto Terra datada de fevereiro de 2014, acostada aos autos. A participação indireta da PREVI foi calculada como sendo sua participação de 9,69% na Telpart, considerando que esta última tem 16,34% do capital total da Oi mais a participação via Valverde, (100% controlada da Telpart) na Oi (2,49%).

Segundo a Tabela, o interesse econômico direto da PREVI na Oi (3,45% do capital total) é maior do que o indireto (via Telpart). Na linha sugerida, pelos ilustres juristas, a PREVI poderia votar com as ações ordinárias que detém diretamente na Oi caso o impacto econômico favorável percebido por suas ações em Telpart fosse inferior ao impacto negativo que teria nas ações que detém diretamente na Oi. Esse cálculo, naturalmente, é de elevada complexidade e, conseqüentemente, passível de controversas, fato que parece ter sido um dos motivadores da posição vencedora no Processo CVM nº RJ2006/6785.

Não pretendo neste voto reabrir a discussão travada no referido precedente, mas faço esta observação apenas para demonstrar o quão controversa é a questão sobre o que vem a ser benefício particular e sobre quem pode ou não votar.

De qualquer maneira conforme mostrarei abaixo, no caso concreto da Oi, entendo que todos os acionistas controladores, com exceção da Portugal Telecom (que está aportando seus ativos ao capital da Oi), estão aptos a votar na assembleia geral extraordinária convocada para apreciar o Laudo de

Avaliação dos ativos da Portugal Telecom.

Do acima exposto, é perceptível que o tema sobre benefício particular e quem está impedido de votar está longe de ser pacífico nesta Autarquia. Afinal, um dos defensores da existência de benefício particular no caso em tela defende ponto de vista vencido em decisão (temporalmente não muito distante) do Colegiado de 25/09/2006!

b. Processo CVM nº RJ2009/5811 apreciado em 28/07/2009 (Caso “Duratex”)

Nesta ocasião, vencidos os Diretores Eli Loria e Otavio Yazbek, o Colegiado deliberou, por maioria, nos termos do voto apresentado pelo Diretor Marcos Pinto, que (i) os controladores da Duratex não poderiam votar na deliberação da assembleia geral relativa à incorporação pela Satipel; (ii) em operações em que se estabeleçam relações de troca distintas para ações de diferentes espécies ou classes, todos os acionistas beneficiados estarão impedidos de votar; e (iii) na hipótese referida no item anterior, caso todos os acionistas com direito a voto estejam impedidos de votar, a companhia poderá convocar assembleia especial dos acionistas detentores de ações preferenciais para deliberar sobre a operação.

No caso “Duratex”, os controladores negociaram uma relação de troca com a Satipel e, na incorporação entre as duas companhias, foi oferecido aos minoritários detentores de ações ON e aos acionistas preferencialistas PN uma relação de troca equivalente a 80% daquela do acionista controlador, em analogia com o conceito do art. 254-A da Lei nº 6.404/1976. É importante lembrar que as ações preferenciais da Duratex tinham estatutariamente o mesmo direito das ações ordinárias minoritárias em caso de alienação de controle, isto é a 80% do preço recebido pelo controlador na alienação da companhia. O voto vencedor destacou:

“Como se viu acima, a relação de troca prevista para a incorporação é mais vantajosa para os acionistas controladores, pois confere a eles um prêmio em relação aos demais acionistas. É óbvio, portanto, que a incorporação beneficia o controlador de modo distinto dos demais acionistas, o que é suficiente para caracterizar o benefício particular, de acordo com o art. 115, §1º.”

Na aplicação do Parecer CVM nº 34 ao Caso Duratex, o Colegiado determinou a abstenção de votar apenas dos detentores de ações ordinárias que também tinham o atributo da titularidade do controle da companhia e não a abstenção de todos os acionistas ordinaristas como no caso Tele Norte Leste.

c. Processo CVM nº RJ2009/13179 apreciado em 09/09/2010 (Caso “Tractebel”)

Este notório caso tratou de consulta da Tractebel, no âmbito de uma transação com parte relacionada, sobre compra e venda de ativo entre ela e a sua controladora. A Tractebel perguntava se a criação de um comitê independente, nos moldes daquele do Parecer de Orientação CVM nº 35, permitiria que os acionistas controladores votassem na AGE que decidiria a transação. De acordo com a Ata da Reunião de Colegiado:

“Os Diretores Marcos Pinto e Otavio Yazbek, além da Presidente Maria Helena Santana, apresentaram voto acompanhando as conclusões do Diretor Relator Alexandro Broedel. Dessa forma, o Colegiado deliberou, por maioria, responder à consulta formulada nos seguintes termos:

- i. Por força do disposto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76, a acionista controladora da Tractebel Energia S.A. estaria impedida de exercer o direito de voto na assembleia que deliberar sobre a celebração de contrato bilateral em que ela, ou sociedade por ela controlada, figure como contraparte;
- ii. Nessa hipótese, mesmo com a criação de comitê especial independente, constituído nos termos descritos na Consulta, a acionista controladora da Tractebel Energia S.A. estaria impedida de exercer o direito de voto, em virtude do disposto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76”.

Restou vencido o Diretor Eli Loria, que entendia que a acionista controladora da Tractebel Energia S.A. não estaria impedida de votar na assembleia que deliberasse sobre a celebração de contrato bilateral.

Uma análise dos cinco diferentes votos mostra claramente a dificuldade de delimitar o conceito de benefício particular. A meu ver, o Colegiado não decidiu neste voto o que entende especificamente ser benefício particular. Todos os diretores se manifestaram sobre o assunto, mas a decisão não foi focada neste ponto, mas no mecanismo de legitimação de uma transação com parte relacionada através da constituição de um comitê independente.

Reporto abaixo trechos dos cinco votos em que as divergências conceituais ficam patentes:

i) Trechos do voto do Diretor Marcos Pinto:

“Quando a lei impede o acionista de votar em situações "que puderem beneficiá-lo de modo particular", sua hipótese de incidência não se restringe às vantagens recebidas pelo acionista enquanto sócio. Seu campo de aplicação é muito mais amplo, alcançando **qualquer** vantagem de que goze apenas um acionista. Um contrato entre o acionista e a companhia faz justamente

isso: ele beneficia o acionista contratante de modo singular.

Vou mais longe. Na minha opinião, mesmo que a celebração de contrato com a companhia não pudesse ser considerada como um benefício particular, ainda assim o acionista estaria impedido de votar, pois, nessa situação, ele tem um interesse claramente conflitante com o da companhia. Não posso concordar com a tese de que não há conflito de interesses e, portanto, impedimento prévio de voto por parte do acionista em vias de deliberar sobre um contrato entre ele e a companhia.

(...)

Mas o principal e cabal argumento contra a tese do controle *a posteriori* dos casos de conflito de interesses não está nos aspectos apontados acima. O principal argumento é funcional. **O §1º do art. 115 existe para evitar que a companhia sofra prejuízos em situações nas quais é grande o risco de que o acionista venha atuar em benefício próprio.** Deixando o acionista votar, ignora-se esse risco e abre-se espaço para que ocorra justamente o que a lei procurou evitar.

(ênfase adicionada).

ii) Trechos do voto da Presidente Maria Helena Santana:

“A questão, como se sabe, é das mais controvertidas tanto na doutrina como na jurisprudência desta Autarquia, tendo o Colegiado, em oportunidades diversas, adotado posições divergentes sobre o tema. Em breve síntese, a discussão se dá a respeito de dois aspectos da interpretação do disposto no § 1º do art. 115. Primeiro, embora prepondere na CVM o entendimento de que, no caso de deliberação que possa beneficiar o acionista ‘de modo particular’, o conflito deve ser examinado antes da deliberação, bastando, para sua configuração, a identificação do benefício particular a ser revertido em favor do acionista, há controvérsia quanto à extensão dessa hipótese. Discute-se, a propósito, se ela se restringe ao benefício particular recebido pelo acionista, na sua qualidade de acionista, que rompe a igualdade entre os sócios, **ou se abrange qualquer benefício a ser concedido por conta da deliberação, ao acionista, que não seja extensível aos demais.**

Nesse ponto, parece-me mais acertada a segunda posição, pelas mesmas razões que foram manifestadas pelo Ex-Presidente Marcelo Trindade em seu voto no julgamento do Inquérito Administrativo RJ2001/4977. Com efeito, sob pena de se adotar uma interpretação vazia de utilidade prática e em descompasso com a atual realidade das companhias abertas, entendo que o acionista está impedido de votar toda vez que da deliberação possa resultar a seu favor um benefício particular, ou seja, que não seja extensível aos demais acionistas. Daí decorre, como consequência inevitável, que o acionista controlador está (previamente) impedido de votar na deliberação de assembleia destinada a aprovar a celebração de contrato bilateral em que figura como contraparte, pois a contraprestação a ser recebida por força do contrato constitui um benefício particular, que, não há dúvida, não é compartilhado com os demais acionistas.

(...)

Acredito que só se deva impedir o acionista de exercer o voto com base nesse fundamento, quando, no caso concreto, verificar-se, de maneira evidente, o interesse particular em jogo na deliberação. A propósito, parece-me acertada a opinião do Professor Fábio Konder Comparato:

"(...) para que haja impedimento do voto é mister que o conflito de interesses transpareça *a priori* da própria estrutura da relação ou negócio sobre que se vai deliberar, como, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista."

Há casos, porém, em que o conflito não é tão facilmente identificável. Nesse caso, ainda que a mesa não deva impedir o acionista de votar, a proibição de voto continua a valer. Afinal, o principal destinatário da norma é o próprio acionista, que deve, portanto, verificar se está impedido ou não de votar. Da mesma forma, caso o conflito só seja detectado após a realização da deliberação, nada impede que o voto do acionista seja impugnado. Em todo caso, cabe ressaltar que, a meu ver, o conflito de interesses **se configura independentemente da comprovação de prejuízo à companhia, pelas razões já expostas”.**

(ênfase adicionada)

iii) Trechos do voto do Diretor Relator Aleksandro Broedel:

“Compartilho integralmente com a forma de interpretação do artigo 115, parágrafo 1º, proposta por Comparato. Entendo que **o conflito de interesses pode ser verificado tanto a priori, nos casos em que possa ser facilmente evidenciado, quanto a posteriori, nas situações em que não transpareça de maneira reluzente.**

(...)

No caso em análise, a solução proposta pela Tractebel não soluciona o problema do conflito de interesses. O mecanismo por eles proposto (eleição de um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas) claramente não elimina o risco de conflito ex ante. Entendo, portanto, na análise deste caso concreto, que o tratamento adequado, tendo em vista nossa legislação societária e o alinhamento de interesses entre minoritários e controladores, é a abstenção do voto.”

(ênfase adicionada)

iv) Trechos do voto do Diretor Otávio Yazbek:

Com efeito, acompanho, aqui, a posição de Fábio Konder Comparato, também transcrita no voto do Diretor Relator, (...)

Começo, aqui, por registrar a minha discordância em relação aos votos da Presidente e do Diretor Marcos Barbosa Pinto no que tange à existência, no presente caso, de benefício particular (a terceira hipótese de impedimento do § 1º do art. 115 da Lei). Para mim, que **neste ponto acompanho, ao menos em parte, as considerações de Erasmo Valladão e do ex-Diretor Luis Antônio de Sampaio Campos, já anteriormente referidas, benefício particular é aquele que decorre do rompimento da relação de igualdade dos acionistas enquanto tais**. É aquilo que cria diferenciações onde não há nenhum outro fundamento jurídico (que não o da condição de acionista) que as possa justificar.

Remeto aqui, como exemplo, ao Processo RJ 2009/5811, em que se tratou da incorporação da Duratex S.A. pela Satipel Industrial S.A. Naquela ocasião, embora eu tenha votado pela impossibilidade de realização da operação nos termos em que proposta, com a fixação de relações de troca distintas para as ações detidas pelo controlador e pelos minoritários, acabei por ressaltar que, caso a estrutura proposta fosse válida (e, em consequência, a operação fosse factível), se estaria diante de um caso de benefício particular. E isso justamente porque, naquele caso, os acionistas seriam diferenciados apenas em razão da sua situação de acionistas.

(...)

Neste sentido, e apenas para fazer uma síntese, **entendo que benefício particular e conflito de interesses distinguem-se** porque, no primeiro caso, se está tratando de vantagens que diferenciam os acionistas exclusivamente na qualidade de acionistas. Já no segundo, os envolvidos podem figurar sob outro manto, como partes contratantes, por exemplo. A confusão entre as duas categorias talvez esteja relacionada não apenas aos debates acima referidos, mas também ao fato de que, em ambos os casos, no fundo, talvez se esteja falando em conflito de interesses em sentido amplo.”

(ênfase adicionada)

v) Trechos do voto do Diretor Eli Loria:

“... é considerada modalidade de exercício abusivo de poder o acionista controlador contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas (art.117, § 1º, "f"). Lida ao revés, é permitida a contratação do acionista controlador com a companhia em condições equitativas, o que pode ser feito pelos administradores por meio de atos regulares de gestão.

Assim sendo, seria um contrassenso impedir o voto do mesmo acionista controlador em uma Assembleia Geral convocada, nos termos do art. 256, para justamente aprovar um contrato da Companhia com o acionista controlador.

Estarem os dois, companhia e acionista controlador, em pontas opostas do contrato não significa que os mesmos estão em conflito, cabendo ser verificado se o preço está fixado em condições idênticas àquelas que a sociedade contrataria com parte não relacionada, tal qual a lei societária determina aos administradores em seu art. 156, § 1º[6].

O entendimento pelo controle a priori do voto inverte a lógica da lei societária de prevalência da maioria e, conforme destacado em votos proferidos em casos anteriores, impede de votar aquele que sofrerá um impacto relevante da decisão (por sua participação expressiva no capital social da companhia) e que melhor conhece os negócios sociais, confrontando o princípio da boa-fé que rege as relações comerciais, sendo o exercício do voto regra geral que, aliás, constitui-se em um direito do acionista não-controlador e em um dever do acionista controlador.”

10. No caso Tractebel, o Colegiado entendeu que a constituição de um comitê independente nos moldes do Parecer de Orientação CVM nº 35 não legitimava a votação do acionista controlador quando a assembleia estivesse apreciando um contrato bilateral entre a companhia e o seu controlador. Esta foi a resposta à consulta.

11. Da análise acima da decisão do caso Tractebel, podemos concluir que o entendimento pela CVM do que vem a ser benefício particular está longe de ser pacífico. Ressalto que a consulta no caso Tractebel, não foi formulada nos termos da existência ou não de benefício particular e de qual seria o seu conceito, mas sim a respeito da adoção de um mecanismo de legitimação numa transação com parte relacionada.

12. Dos trechos acima transcritos, não ficou claro se um contrato bilateral deve ser visto como um exemplo de benefício particular ou se deve ser enquadrado em um caso de conflito de interesse. Os diretores Alessandro Broedel, Otavio Yazbek, e a então Presidente reconheceram que o impedimento pode ser visto *ex-ante* ou *ex-post* dependendo da natureza da decisão em análise seguindo os ensinamentos do Prof. Comparato. Nestes casos, o impedimento de voto só se daria *ex-ante* nos casos em que o conflito ficasse evidente *a priori*.

13. Da análise dos três casos acima, conclui-se que a CVM ampliou o conceito de benefício particular do caso Tele Norte Leste para o caso Tractebel, conforme a composição do colegiado foi mudando. No caso Tractebel, houve uma espécie de equiparação por dois membros do Colegiado (o Diretor Marcos Pinto e a Presidente Maria Helena) do benefício particular à hipótese mais ampla de conflito de interesse e à interdição de voto do acionista beneficiado ou em conflito (em geral o controlador) em qualquer um dos casos.

14. Chamo a atenção do leitor para o comentário do Diretor Marcos Pinto segundo o qual “[o] §1º do art. 115 existe para evitar que a companhia sofra prejuízos em situações nas quais é grande o risco de que o acionista venha atuar em benefício próprio”. Entendo que a observação do Diretor Marcos Pinto é pertinente no tocante aos casos de conflito de interesse, mas não necessariamente nas hipóteses de benefício particular. Nesse sentido, noto que tanto no caso da Tele Norte Leste quanto no caso da Duratex, que deram origem à interdição de voto dos acionistas enquanto detentores de ações ordinárias (sendo no caso da Duratex, especificamente pelos controladores), em nada as companhias eram afetadas em suas operações ou geração de caixa em decorrência das diferentes relações de troca entre os acionistas. O assunto era restrito à esfera dos acionistas. Em outras palavras, o conflito era entre os acionistas e não entre estes e a companhia. É por essa razão que o Colegiado da CVM, ao editar o Parecer de Orientação nº. 34, determinou que “em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade”, existe impedimento de voto em razão de benefício particular, e não conflito de interesses.

15. O Parecer de Orientação CVM nº 34 também dispõe que o impedimento de voto não envolve julgamento sobre a ilicitude da deliberação a ser tomada. E “[o] acionista potencialmente favorecido estará impedido de votar mesmo que se trate, como se espera, de deliberar benefícios perfeitamente lícitos, e que possam coincidir com o interesse da companhia”. Embora o interesse da companhia não seja levado em consideração na interdição de voto, é, a meu ver óbvio, que a ampliação da interdição de voto baseada em benefício potencial ou inexistente pode resultar em prejuízo para a companhia, pois se estar a limitar o voto do acionista com interesse preponderante sobre ela.

16. Neste sentido, acompanho o entendimento do Diretor Otavio Yazbek no caso Tractebel segundo o qual um contrato bilateral entre a companhia e seu controlador se enquadraria melhor como um caso mais geral de conflito de interesse do que como um benefício particular. Se a companhia contrata com seu controlador o uso da marca, o pagamento de royalties, a compra e venda de ativos, ou a execução de um contrato de construção, ela está diante de uma situação de conflito de interesse. Desde que a contratação seja feita em bases equitativas e comutativas, não há que se falar em benefício particular, pois o controlador, como contratante, é parte da transação com o seu conhecimento, bens, marca, capacidade, da mesma forma que entraria com outra contraparte qualquer. Eventual remuneração que o controlador receba da companhia seria a contraprestação de bens ou serviços fornecidos a esta. Não há que se falar em benefício particular decorrente da execução de um contrato comutativo. A companhia estaria contratando com o controlador nas mesmas bases em que contrataria com terceiro.

17. Em suma, ao contrário do que faz crer a Diretora Luciana Dias em seu voto, a delimitação do que vem a ser benefício particular está longe de estar consolidada nesta autarquia.

18. O caso ora em tela não se enquadra em nenhum dos casos analisados acima e, se a CVM entender que se trata de mais um caso de benefício particular, estaremos ampliando o conceito. Devemos lembrar que o caso Tractebel foi uma consulta sobre assunto conexo, mas não específica sobre benefício particular.

19. A questão que se coloca, portanto, é o conceito legal de benefício particular e se ele se aplica no caso concreto. Analisamos a questão na seção a seguir.

III. O Conceito de Benefício Particular e a Aplicação no Caso Concreto

20. Para a maioria esmagadora da doutrina, benefício particular é uma categoria específica dentro do conceito mais amplo do que constitui conflito de interesse em geral. Para esta corrente, conforme explicado por Luiz Alberto Colonna Rosman em parecer acostado aos autos pela Companhia (p. 21 do parecer), “... o benefício particular é uma vantagem econômica que a companhia propicia a um ou mais sócios, nesta qualidade, não extensível aos demais e que, portanto, rompe a igualdade que, em princípio, deve prevalecer entre os acionistas”. Nesta visão, é a companhia quem concede o benefício e que figura como contraparte da liberalidade concedida.

21. É unanimidade na doutrina que, nestes casos, o beneficiário da vantagem particular não pode votar na decisão (art. 115, § 1º).

22. Este entendimento é proveniente de uma interpretação entendida como sendo histórica (e para muitos, sistemática e teleológica) do conceito do que vem a ser benefício particular. Em excelente artigo sobre o

assunto, Paulo Cezar Aragão explica ^[2]:

“A característica dominante do benefício particular, então, é a ruptura lícita da igualdade entre os acionistas, em vista da concessão de uma liberalidade a um ou alguns deles, não sendo relevante discutir – no exame da legalidade do voto lançado – o caráter comutativo ou não do ato. Não se cuida, em tal caso, de a deliberação ser ou não benéfica à companhia (embora, naturalmente, deva sê-lo – como determina o art. 115, *caput*), bastando para impedir o voto a existência de benefício lícito ou vantagem lícita que não sejam atribuídos a todos os acionistas titulares de valores mobiliários de igual natureza” ^[3].

23. Este era o entendimento da doutrina, e creio que da CVM, até a apreciação dos Casos Tele Norte Leste e Duratex acima mencionados. Conforme explica Aragão, após estas decisões do Colegiado da CVM e da edição do Parecer de Orientação CVM nº 34, criou-se, a figura do:

“...benefício que favorece toda uma *categoria* de acionistas, por uma distinção estranha aos direitos previstos na lei ou nos estatutos para as ações que detém, como se verificou em alguns casos levados a exame da CVM, nos quais a relação de troca em operações de reorganização societária foi fixada de forma distinta para acionistas titulares de ações de espécies ou classes diferentes, ou mesmo para ações integrantes do bloco do controle e ações com direito a voto dos demais acionistas minoritários” ^[4].

24. Aragão, buscando sintetizar as condições necessárias e suficientes para a configuração do benefício particular, após os casos Tele Norte Leste e Duratex, conclui que são necessárias duas condições: (i) a condição de acionista; e (ii) a outorga de um benefício a um grupo de acionistas (p. ex. acionistas fundadores) ou a uma categoria de acionistas identificados por possuírem outro atributo comum que não a propriedade das ações de uma mesma classe ou espécie.

25. Assim, com base nestas duas condições, entendo que no caso Tele Norte Leste, além de acionistas, o benefício particular foi outorgado a acionistas detentores de ações ordinárias beneficiários de uma relação de trocas que não foi estendida a todos os acionistas. Observe-se ainda que neste caso, a companhia não é contraparte nem outorgante desta vantagem particular.

26. Passo agora a analisar a existência de benefício particular no caso em tela. A reorganização societária já foi explicada pela Diretora Luciana Dias em seu Relatório. Aqui me limito a pontuar alguns aspectos essenciais. Os seguintes pontos da Operação merecem destaque:

- (i) Aumento do capital social da Companhia em cerca de R\$ 13 bilhões. Parte deste aumento ocorrerá com o aporte dos ativos ex-Brasil da Portugal Telecom ^[5] cujo valor foi apoiado por Laudo de Avaliação preparado pelo Banco Santander em conformidade com o art. 8º da Lei nº 6.404/1976 ^[6]. O valor destes ativos foi estimado em R\$ 5,7 bilhões. O saldo do aumento de capital (cerca de R\$ 7 bilhões) virá de subscrição do público em caixa. Destes R\$ 7 bilhões, R\$ 2 bilhões serão aportados pelos atuais acionistas controladores.
- (ii) Reorganização societária da AG, LF e Telpart que inclui a subscrição de debêntures conversíveis pela Portugal Telecom no valor de R\$ 4,8 bilhões que servirão para o pagamento da dívida destas sociedades. A Portugal Telecom é detentora de 35% da dívida dessas companhias *holdings*. Após a incorporação de várias sociedades na cadeia de controle da Telpart, a Portugal Telecom deterá 72,49% do capital total da Telpart, antes da incorporação das ações da Oi ^[7]. Em outras palavras, os demais acionistas controladores da Telpart perdem participação acionária na Telpart, e conseqüentemente, indiretamente na Oi ao longo desta reestruturação.
- (iii) A Portugal Telecom poderá não consumir a Operação se o percentual final de sua participação após a incorporação da Oi for inferior a 36,6% do capital total. Já a Telpart poderá não consumir a operação, caso a participação da Portugal Telecom seja superior a 39,6% do capital total.

27. O Consultante alega que, com base nos valores de mercado da Oi e da Portugal Telecom, o valor dos ativos da Portugal Telecom ex-Brasil seria de apenas R\$ 2,5 bilhões, “*significativamente inferior ao proposto pelos controladores*”. Em outras palavras, haveria na conversão das debêntures uma relação de troca mais favorável aos controladores que não seria extensível aos acionistas minoritários.

28. Tenho sérias dúvidas sobre a correção das contas do Consultante. Lembro, em particular que, se a Portugal Telecom tomou dívida ou usou seu caixa para subscrever as debêntures conversíveis das *holdings*, este valor é abatido dos ativos líquidos a serem aportados por esta companhia e que foram avaliados no Laudo do Santander.

29. Ademais, ao se proceder a uma avaliação com base nos valores de mercado da Portugal Telecom e da Oi, ambas companhias abertas com cotação de mercado, é necessário levar em consideração, ao avaliar a participação da Portugal Telecom na Oi, o valor da dívida proporcional da Portugal Telecom nas *holdings* que controlam a Telpart, o que, aparentemente, não foi considerado pela Consultante. Se não se considera a parcela da dívida da Portugal Telecom nas *holdings*, o valor de mercado da participação da Portugal Telecom na Oi está inflado por não considera-la. O efeito final seria diminuir o valor de mercado de Portugal Telecom ex-Brasil, tal

como arguido pela Consulente.

30. Mesmo considerando que haja uma avaliação implícita da Oi na conversão das debentures nas *holdings* acima do valor de mercado desta companhia, será que isto é suficiente para a caracterização do benefício particular?

31. Entendo que não. O fator de conversão das debêntures conversíveis emitidas pela Telpart e pelas *holdings* de sua cadeia de controle não afetará a diluição final que os acionistas de Oi terão no aumento de capital da Oi ou na incorporação de ações de Oi por Telpart. Por esse motivo, entendo que a operação em tela é, sob o ponto de vista econômico, distinta das operações reguladas pelo Parecer de Orientação CVM nº 34.

32. Como já ressaltai acima, na operação que resultou na edição do Parecer de Orientação CVM nº 34, bem como em todos os casos julgados posteriormente onde o referido Parecer foi considerado aplicável, os diferentes valores atribuídos para as ações em razão de sua espécie, classe ou titularidade, tinha como efeito direto uma diluição da participação total dos titulares das ações que não eram beneficiadas. No caso concreto, não há esta diferenciação.

33. Para que se caracterize o benefício particular, este teria que se corporificar na assembleia em questão ou ser diretamente decorrente da decisão assemblear. E não me parece ser este o caso. Todos os acionistas, independentemente de ser parte do grupo de controle ou minoritário, serão igualmente diluídos pelo aumento de capital na Oi e na incorporação de ações de Oi por Telpart. No caso concreto, nenhum benefício particular é objeto ou resulta da decisão da assembleia. Portanto, não há que se falar em benefício particular no caso em tela.

34. A definição de “benefício particular” proposta no voto da Diretora Relatora alarga, a meu ver, o conceito, confundindo-o, sem embasamento legal e sem suporte na jurisprudência deste Colegiado, com vantagens indiretas que determinados acionistas podem experimentar em decorrência de determinada operação. Sobre as distinções entre benefício particular (para fins do §1º do art. 115) e benefícios indiretos, reporto-me, primeiramente, ao voto do Presidente Marcelo Trindade no caso Tele Norte Leste:

“As razões que motivam o voto do acionista são múltiplas, e se relacionam aos mais diversos fatores. A vantagem indireta que um acionista obtenha de uma certa deliberação não deve impedi-lo de votar, apenas os benefícios diretos — como os das duas primeiras hipóteses do § 1º do art. 115 da Lei das S.A., e os do Parecer de Orientação 34.

Exemplifique-se com o acionista que, endividado, vota a favor da distribuição de dividendos, contando com os recursos para saldar sua dívida. Ou do acionista que vota no mesmo sentido sabendo que deve o preço de subscrição de outras ações emitidas pela mesma companhia, e precisa dos recursos para quitá-lo. Em ambos os casos, será preciso determinar que o voto foi proferido contra o interesse da companhia — isto é, que não era conveniente para a empresa distribuir dividendos —, sem o que o voto é válido”.

35. Em seu parecer acostado aos autos, Marcelo Trindade reforça esta posição ao esclarecer que o “...benefício particular a que se refere a Lei das S.A não deve ser confundido com vantagens ou proveitos indiretos que acionistas possam ter em uma deliberação, e que portanto apenas ficarão impedidos de votar os acionistas que se beneficiarem **diretamente** de uma certa deliberação” (ênfase adicionada, p. 14 do parecer).

36. A SEP argumenta que a própria Companhia informou que as operações são condicionadas, isto é, a capitalização das *holdings* só ocorre se o aumento de capital e o Laudo de Avaliação forem aprovados pela assembleia de acionistas. Assim, neste entendimento, seria muito “formalismo” separar as operações. Este argumento não me convence. A negociação que ocorreu entre a Portugal Telecom, a LF e a AG (as partes do memorando de entendimentos, MOU) resultou no pagamento da dívida em troca da perda de controle da Telpart por parte da LF, AG e da diluição dos demais membros do acordo de acionistas.

37. Observe-se que efeito similar poderia ter ocorrido através de uma capitalização de uma *holding* com o subsequente aumento de capital na controlada. Desde que não haja abuso de forma, não cabe à CVM discutir porque a reorganização societária foi feita de uma maneira e não de outra. Entendo que as operações envolvendo as *holdings* nesta reestruturação são legítimas e não me cabe questionar os motivos que levaram as partes a assim procederem. As razões para tanto podem ser de ordem fiscal, facilitar a relação de troca nas incorporações desta reorganização societária, ou mesmo regulatória setorial. O fato é que, aparentemente, não há nada de ilegítimo nelas. Além disso, no caso em tela, se as operações estivessem afastadas de um ou dois meses, a formalidade estaria eliminada? Definitivamente, esta não parece ser a melhor interpretação.

38. É importante enfatizar que a operação não foi construída para dar um ar de formalidade. É natural, por exemplo, que os acionistas da Portugal Telecom desejem vincular as várias etapas desta complexa reorganização societária. A participação final da Portugal Telecom na Oi depende da concretização tanto do aumento de capital quanto da subscrição das debentures conversíveis. Seria inconcebível imaginar que o conselho de administração da Portugal Telecom autorizasse a capitalização das *holdings* sem ter certeza de que o aumento de capital em ativos foi aprovado pela assembleia e vice-versa.

39. Observo que a própria SEP em seu Relatório de Análise afirmou 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”.

40. É pertinente aqui mencionar o entendimento do Diretor Relator Otávio Yazbek no Processo CVM nº RJ2011/9011, apreciado em 16/02/2012, e acompanhado por unanimidade pelos demais membros do Colegiado. Naquele processo, o mesmo Consulente, a Tempo Capital, argumentou que haveria benefício particular na bonificação oferecida aos acionistas da BrT na reorganização societária entre esta última companhia e a Oi. Em relação à questão do benefício particular, o Diretor Otávio Yazbek explicou:

“Creio que o primeiro empecilho – ainda que talvez não absoluto – para a adoção desta interpretação reside em uma questão conceitual. Isso porque o benefício particular é, usualmente, definido como aquela vantagem que diferencia um acionista dos demais, beneficiando-o na qualidade de acionista. Ou seja, existe benefício particular quando se subtrai, à coletividade dos acionistas, algo que seria direcionado para um outro acionista, que, assim, se diferenciaria dos demais. Não se trata de benefícios decorrentes de uma contratação privilegiada (hipótese de conflito de interesses), mas algo que diferencia os acionistas como tais.

E no caso em tela não há que se falar propriamente em uma diferenciação decorrente da deliberação acerca da bonificação, no âmbito da BrT. Nesta, todos seriam igualmente beneficiados pela bonificação e pelo resgate.

É bem verdade que o problema poderia aparecer na etapa subsequente da reestruturação societária, uma vez que, com as participações dos minoritários da BrT reduzidas em posição de controladora daquela sociedade. E aqui se impõe, inicialmente, identificar se é de benefício particular que se estaria tratando aqui. Entendo que não, inclusive porque, por mais que se imponha a compreensão das operações como um todo, **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**”. (ênfase adicionada)

41. Em outras palavras, o Colegiado entendeu que o benefício particular deveria ser avaliado como resultado direto da operação.

42. Quanto à questão de uma relação de troca mais favorável aos controladores nas conversões das debêntures nas *holdings*, cito aqui o precedente referente à operação de incorporação de ações do Unibanco pelo Banco Itaú, Processo CVM nº RJ2008/10832, apreciado em 10/07/2012, originado de uma consulta da SEP ao Colegiado. A consulta versava sobre a incidência do Parecer de Orientação CVM nº 34 naquela incorporação o que afastaria o direito de voto dos acionistas controladores. Naquela operação, a relação de troca entre as ações ordinárias pertencentes aos controladores foi fixada em negociação entre partes independentes enquanto a relação de troca das ações preferenciais foi calculada tendo por base o preço de mercado. O Colegiado *“acompanhando o voto apresentado pelo Relator Otavio Yazbek, deliberou que não se pode caracterizar a operação objeto da consulta como exemplo de operação em que se deveria afastar o direito de voto dos acionistas aparentemente beneficiados, uma vez que os diferentes critérios se baseavam em parâmetros objetivamente verificáveis, um deles sendo a negociação por partes independentes”*.

43. No meu sentir, seria formalidade não aplicar também este precedente ao caso concreto já que não há que se falar que a negociação para a capitalização das *holdings* não se deu entre partes contrapostas e com interesses diferentes (a Portugal Telecom desejando maior participação na Telpart e a LF e a AG negociando pela menor diluição possível).

44. Neste mesmo sentido, o Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro, em seu parecer (p.24) também acostado aos autos, lembra Fabio Konder Comparato quando este afirma *“enquanto existe a sociedade holding as suas ações possuem um sobrevalor, relativamente aos bens individuais constituintes do patrimônio da sociedade controlada, e que corresponde, precisamente, ao poder de controle [...] O controle em si mesmo é um bem econômico, que a realidade negocial, de resto, nunca deixa de salientar”*^[8]. Neste sentido, é natural que a avaliação implícita das ações da Oi na conversão das debêntures conversíveis, negociada entre de um lado a Portugal Telecom e de outro a LF e a AG, seja diferente do preço de mercado da Oi. O que importa, no caso em tela, é se o valor dos ativos líquidos a serem aportados pela Portugal Telecom está correto, conforme o Laudo de Avaliação do Banco Santander.

45. E neste ponto gostaria de colocar o interesse da companhia em foco. Até a mudança de entendimento do que vem a ser benefício particular no caso Tele Norte Leste, o entendimento era no sentido de que a companhia seria outorgante e contraparte desta vantagem particular (p. ex. bonificação, parte beneficiária, pagamento de aposentadoria especial).

46. A partir do alargamento do conceito produzido pela edição do Parecer CVM nº 34, a CVM procurou arbitrar disputas entre acionistas controladores e minoritários, em operações de reorganização societárias percebidas como propostas em bases extremamente “injustas”, mas não necessariamente contra o interesse em si da companhia.

47. Como afirmado pelo Ex-diretor Marcos Pinto em seu voto no caso Tractebel, mencionado acima, o impedimento de voto do acionista controlador em caso de conflito de interesse é para proteger a companhia quando o acionista controlador privilegia o seu interesse em detrimento do da companhia.

48. Se assim é, o que acontece quando a companhia não é contraparte da decisão, não é prejudicada pelo voto, mas pelo contrário é potencialmente beneficiária da aprovação da proposta em assembleia? Confesso meu incomodo com o alargamento do conceito de benefício particular para proibir o voto do acionista controlador além do conceito histórico tradicional de benefício particular e para além dos antecedentes da CVM mencionados acima que aplicaram o Parecer de Orientação CVM nº 34 e bem sintetizados no ótimo artigo de Paulo César Aragão.

49. Aqui tenho uma primeira discordância quanto à afirmação da Diretora Relatora Luciana Dias quando afirma que:

“Sob o aspecto legal, é importante notar que o §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, não exige um impacto ou um prejuízo para o acionista ou para a companhia. Não há nada na letra do dispositivo que permita essa inferência.”

No meu entender, a essência da interdição de voto é justamente o potencial impacto negativo na Companhia ou sobre os acionistas minoritários.

50. Uma segunda discordância seria em relação à afirmação da Diretora Relatora Luciana segundo a qual:

“O texto do Parecer de Orientação nº 34, de 2006, deixou em aberto, ao que parece propositalmente, a extensão do que a autarquia entendia como benefício particular, ao afirmar que *“o impedimento de voto, portanto, se dá pela especificidade do benefício, pela particularidade de seus efeitos em relação a um acionista, comparado com os demais”*”.

A ementa do Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 é clara ao mencionar:

“Impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade. Interpretação do §1º do art. 115 da Lei 6.404/76”.

Portanto, este Parecer foi concebido para esta situação particular e, a meu ver, não permite extensões não previstas em Lei.

51. Será que é papel do regulador ficar decidindo quem vota e quem não vota em diferentes reorganizações societárias, arbitrando conflitos entre acionistas caso a caso, avaliando se há ou não benefício particular indireto, podendo inclusive colocar em risco o próprio interesse da companhia? Podemos imaginar facilmente situações em que o acionista controlador também poderia começar a alegar que determinado minoritário não pode votar, por ter um benefício indireto, tal com o aqui arguido.

52. Observo também que, mesmo que aplicássemos, no caso em tela, o entendimento do Professor Comparato tal como mencionado pelos Diretores Alexandro Broedel e Otávio Yazbek e a Presidente Maria Helena Santana no caso Tractebel, a interdição de voto teria que ser decorrente de um benefício particular gritante, claramente perceptível *a priori*. Não me parece ser este o caso da Oi.

53. Evidentemente é função da CVM proteger os investidores do mercado de capitais contra atos ilegais dos administradores e dos acionistas controladores das companhias abertas (art. 4º, inciso IV, “b”, da Lei nº 6.385/1976). Contudo, se há ilegalidade, esta deve ser apurada no devido processo administrativo sancionador e quiçá judicial.

54. Aliás, no caso em tela, se há algum prejuízo claro para a companhia (receber ativos sobrevalorizados) ou para os investidores (diluição injustificada^[9]), este seria decorrente do valor dos ativos a serem aportados pela Portugal Telecom no capital da Oi. Seria necessário apontar erro no Laudo de Avaliação que teria acarretado uma valorização dos ativos acima de seus valores reais de recuperação. Por óbvio, caso ficasse comprovado que os acionistas controladores estavam cientes de erros eventualmente existentes ou de premissas sabidamente falsas utilizadas ou manifestamente equivocadas na preparação do Laudo, caberia a sua responsabilização por abuso de poder tanto administrativa quanto no âmbito civil nos termos do art. 115 da Lei 6.404/1976.

55. Não há nada nos autos ou nos recursos que questione o Laudo preparado pelo Banco Santander. Aliás, a única manifestação sobre o Laudo de uma entidade foi a da consultoria de voto Glass Lewis que teria dito *“não ver grandes motivos para questionar o Laudo apresentado pelo Santander para os ativos da Portugal Telecom que serão aportados no aumento de capital”*.^[10]

IV. O Direito de Voto e a sua Vedação

56. É preciso ter cuidado ao interpretar a Lei Societária. No Processo CVM nº RJ2013/5993, apreciado em 28/01/2014 (caso AZUL), mencionei a lição dos autores da Lei nº 6.404/1976 segundo a qual ela é um sistema de normas que visa a proteger os mais diferentes interesses^[11]. A interpretação do sistema exige a identificação dos interesses protegidos em cada norma e a hierarquização desses interesses, dentre os quais destacam-se:

- a) o interesse geral na eficiência e expansão da empresa - instituição econômica fundamental da sociedade moderna, de que depende o desenvolvimento econômico do País e o bem estar

econômico e social da comunidade em que está situada;

- b) o interesse dos acionistas de participarem no lucro e na valorização de suas ações e contra o abuso de administradores e de acionistas controladores;
- c) o interesse dos credores e dos que negociam com a companhia;
- d) o interesse de investidores e intermediários dos mercados de valores mobiliários na higidez e na integridade do mercado de capitais; e
- e) o interesse dos administradores em exercer suas atribuições sem correrem o risco da responsabilidade pessoal que iniba suas decisões.

57. Lembro que, no interesse da expansão do mercado de capitais, os controladores também são investidores – e de longo prazo – nas companhias e cujos interesses devem ser sopesados juntamente com o interesse dos acionistas minoritários.

58. Neste diapasão, e embora o “*direito de voto não [represente] um direito essencial do acionista, elencado no art. 109 da Lei nº 6.404/76*”, como destaca a SEP, não se pode esquecer que o art. 109 da Lei trata dos direitos essenciais do acionista e não dos direitos decorrentes da propriedade de uma ação ordinária pelo mesmo acionista. E, nessa linha, o art. 110 é claro ao dispor que “[a] cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral”. Não há estatuto aprovado por esta Autarquia que não confira o direito de voto às ações ordinárias. Trata-se, portanto, de um direito ínsito à propriedade de uma ação ordinária.

59. No meu entendimento, toda regra restritiva de direitos deve ser vista de forma também restrita. Portanto, o que consubstancia benefício particular, situação que impede o exercício do direito de voto *a priori*, deve ter interpretação estrita. Trata-se de regra básica de hermenêutica jurídica: as normas positivas que estabeleçam restrições ao livre exercício dos direitos submetem-se à interpretação estrita

60. E não poderia ser diferente. No Direito Societário, o princípio majoritário é a regra do regime de funcionamento dos órgãos da companhia. As deliberações são tomadas por maioria de votos e, quando conformes com a lei e o estatuto social, vinculam todos os membros, ainda que ausentes ou dissidentes. O princípio majoritário é uma exigência do interesse social, que não pode ser prejudicado pelos interesses e vontades individuais.

61. Aproveito o ensejo para contrapor um argumento frequentemente lançado por aqueles que defendem, no caso concreto, a vedação de voto dos acionistas controladores. Segundo este argumento, caso a operação seja positiva para a companhia, os minoritários terão todo interesse de aprová-la. Acredito que o raciocínio seja perfeito num mundo em que as posições acionárias são sempre compradas. O raciocínio, contudo não se mantém, no mundo dos comprados e vendidos, dos fundos *long and short* e quanto estruturas envolvendo contratos derivativos podem levar à separação entre o interesse econômico e o poder político. Não necessariamente há um alinhamento de interesses nestes casos [\[12\]](#).

62. É óbvia a importância dos acionistas minoritários, pois sem eles não há mercado. Contudo, a CVM deve ter uma postura serena diante dos casos concretos e aplicar cuidadosamente a abstenção de voto nos casos em que se configura o benefício particular, sob o risco de restringir direito fundamental do detentor de ações ordinárias infringindo assim o princípio majoritário no qual a lei está assentada.

63. Por fim, não posso deixar de mencionar minha discordância daqueles que acreditam que é papel da CVM se substituir ao Judiciário. Para alguns, o fato de o Poder Judiciário ser lento e não especializado, deveria levar a CVM a tomar as rédeas para impedir o voto do controlador mesmo em casos em que não se configura a vedação *a priori* de voto nos termos da Lei nº 6.404/1976, mas sobre os quais há controvérsia e disputa entre acionistas. A meu ver, e se assim agisse, a CVM, em muitos casos, poderia estar prejulgando e se substituindo aos acionistas afetados pela interdição de voto, podendo afetar inclusive interesses legítimos da companhia. Não me parece que este caminho seja o melhor.

64. A SEP, caso entenda necessário, pode sempre iniciar uma investigação para examinar as premissas, os dados que serviram de base para a preparação do Laudo de Avaliação e outros fatores que julgue relevante para avaliar a alegação de que os ativos da Portugal Telecom ex-Brasil estão materialmente sobrevalorizados e, a partir daí, eventualmente, abrir o devido processo sancionador por abuso do poder de controle.

65. Por fim, gostaria de enfatizar dois pontos importantes. Primeiramente, este voto em nada muda a jurisprudência da CVM a respeito do impedimento de voto do acionista controlador em caso de benefício particular. Ao longo deste voto, procurei mostrar que, no caso concreto, não há benefício particular que justifique a restrição de voto do acionista controlador.

66. Segundo, nada impede que as companhias se utilizem de mecanismos de legitimação de operações complexas tais como aqueles mencionados no Parecer de Orientação CVM nº 34 – maioria da minoria ou a formação de um comitê independente.

67. Acredito também que as administrações das companhias possam antecipar e responder a determinados questionamentos de uma operação através de uma governança melhor na condução das operações.

68. Assim, é possível, - sopesando-se o custo e benefício para a companhia, o tamanho desta e a

complexidade da operação, - imaginar que a administração possa ir além dos requisitos mínimos exigidos em lei. Por exemplo, no caso concreto, um segundo laudo poderia ter sido preparado por outra instituição de renomada reputação para dar maior segurança aos acionistas minoritários sobre o valor dos ativos líquidos a serem conferidos pela Portugal Telecom ao capital da Oi.

69. Maiores detalhes sobre a confecção do laudo também poderiam ter sido fornecidos ao público investidor (p.ex. fluxo de caixa, demonstração de resultado e balanços das diferentes partes componentes do laudo). Aliás, as informações financeiras de um laudo de avaliação deveriam sempre permitir ao investidor (ou analista financeiro) replicar os números apresentados no fluxo de caixa final a ser descontado. Ademais, caso empresas especializadas tenham sido contratadas para avaliar eventuais estimativas de demanda, custos e investimento (*capex*) fornecidas pela administração, tal informação deveria ser repassada para os investidores.

70. Em suma, estes mecanismos não só podem ajudar no entendimento da operação pelos investidores como também ajudar na justificativa pela companhia e seus administradores sobre os passos questionados da operação, em eventual discussão com o Regulador.

V. Conclusão

71. O conceito de benefício particular e quais acionistas devem se abster de votar quando confrontados com o benefício particular ainda é fonte de controvérsia nesta CVM. Na interpretação tradicional, o benefício particular é caracterizado por uma ruptura lícita da igualdade entre os acionistas em vista da concessão de uma liberalidade por parte da companhia. Além desta situação clássica, o Parecer de Orientação CVM nº 34 entendeu que o benefício particular também ocorre quando a relação de troca em operações de reorganização societária for fixada de forma distinta para acionistas titulares de ações de espécies ou classes diferentes, ou mesmo para ações integrantes do bloco do controle e ações com direito a voto dos demais acionistas minoritários, tal como nos casos Tele Norte Leste e Duratex.

72. Este voto em nada muda este entendimento.

73. Conforme discutido acima, o aumento de capital que ocorrerá como parte da reorganização societária diluirá todos os acionistas da Oi indistintamente e, portanto, não há que se falar em benefício particular.

74. Caso haja erro no Laudo de Avaliação (sobrepço dos ativos líquidos a serem aportados pela Portugal Telecom) ou ainda reste comprovado que os acionistas controladores estavam cientes de erros eventualmente existentes, premissas sabidamente falsas ou manifestamente equivocadas na preparação do Laudo, caberá a responsabilização dos acionistas controladores por abuso de poder tanto na esfera administrativa quanto no âmbito civil nos termos do art. 117 da Lei nº 6.404/1976.

75. Por todo o exposto, voto pela possibilidade de voto dos acionistas controladores da Oi, exceto a Portugal Telecom na assembleia convocada pela Companhia para o dia 27/03/2014.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2014

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora

[1] Ver por exemplo relatórios do Citibank datado de 04/10/2013, Goldman Sachs de 04/10/2013, ItauBBA de 02/10/2013, Bradesco de 02/10/2013, UBS de 02/10/2013.

[2] Ver, por exemplo, FRANÇA, Erasmo Valladão A.e N. *Ainda o Conceito de Benefício Particular: Anotações ao Julgamento do Processo CVM nº RJ 2009/5811* in "Revista de Direito Mercantil" 149/150, pp. 293-322.

Aragão, Paulo Cezar. *Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses* in "Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro", Rodrigo Monteiro de Castro, Walfrido Jorge Warde Junior, e Carolina Dias Tavares Guerreiro (orgs). São Paulo: Quartier Latin, 2013.

[3] *Op.cit.*, 2013, p.191-192.

[4] *Op.cit.*, 2013, p.193.

[5] O Laudo de Avaliação do Santander compreende os ativos líquidos da Portugal Telecom fora do Brasil (ativos líquidos ex-Brasil).

[6] Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

§ 1º Os peritos ou a empresa avaliadora deverão apresentar laudo fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à assembleia que conhecer do laudo, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas.

§ 2º Se o subscritor aceitar o valor aprovado pela assembleia, os bens incorporar-se-ão ao patrimônio da companhia, competindo aos primeiros diretores cumprir as formalidades necessárias à respectiva transmissão.

§ 3º Se a assembleia não aprovar a avaliação, ou o subscritor não aceitar a avaliação aprovada, ficará sem efeito o projeto de constituição da companhia.

§ 4º Os bens não poderão ser incorporados ao patrimônio da companhia por valor acima do que lhes tiver dado o subscritor.

§ 5º Aplica-se à assembleia referida neste artigo o disposto nos §§ 1º e 2º do artigo 115.

§ 6º Os avaliadores e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido; no caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária.

[7] Este percentual pode ser calculado a partir do slide 29 da apresentação “Projeto Terra” datado de fevereiro de 2014, acostada aos autos.

[8] *Apud* Tavares Guerreiro. COMPARATO, Fabio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª. Edição, Rio de Janeiro: Editora Forense, 1983, p.130.

[9] O termo diluição injustificada é empregado aqui em sua acepção mais ampla e não no sentido que lhe dá o §1º do art. 170 da Lei 6.404. No caso em tela, o aporte de bem a um preço superavaliado caracterizaria infração ao art. 8º da Lei, mas não diluição injustificada na forma do art. 170, §10, dado que o referido comando trata exclusivamente do preço de emissão de ações. Sobre esse ponto, reporto-me aos parágrafos 45 e seguintes do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº020/14, emitido no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-3059, instaurado para analisar o Pedido de Interrupção do Curso do Prazo de Antecedência de Convocação de AGE da Oi, apreciado nessa mesma data.

[10] *Jornal Valor Econômico*, 14, 15 e 16 de março de 2014, p. B7. Disponível em 17/03/2014: www.valor.com.br. A Companhia também enviou o relatório original preparado pela Glass Lewis Company datado de 13/03/2013 no qual consta “*We consider the proposed capital increase paves the way for a major and critical Oi fundraising -- as well as the intended share swap with PT -- and further find little cause to doubt the applied assumptions and methodologies of Santander*”.

[11] LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, “Direito das Companhias”, vol. I, Editora Forense: Rio de Janeiro, 2009, pp.163-173.

[12] Neste sentido, merece nota o recente relato do conceituado professor e Juiz da Corte de Delaware, Leo E. STRINE Jr., a respeito daqueles que se opõe à premissa de que os acionistas minoritários necessariamente exercem o seu direito de voto no interesse da companhia: “[*many of them view it as likely that money managers - who do not intend to be around when the consequences of corporate policies proposed by activist hedge funds come to fruition - will give great weight to the short-term effect of policies, without adequately considering whether those policies create too little long-term investment or too much leverage and externality risk.*” Mais adiante, chama atenção ao fato de que “[*for society as a whole, further empowering money managers with short-term holding periods subjects Americans to lower long-term growth and job creation, wreckage from corporate failures due to excessive risk taking and debt, and the collateral harm caused when corporations face strong incentives to cut regulatory corners to maximize short-term profits.*” STRINE JR, Leo E., “Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law”, p. 25, in *Columbia Law Review*, vol. 114, pp. 449-502. Disponível em 25/03/2014:

<http://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2014/03/Strine-L..pdf>