

ASSUNTO: Pedido de Interrupção do Curso do Prazo de Antecedência de Convocação de AGE
Oi S.A.
Processo CVM Nº RJ-2014-3059

Senhora Gerente,

Trata-se de pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de Assembleia Geral Extraordinária de Oi S.A. ("Oi" ou "Companhia"), marcada para o dia **27.03.14**, nos termos do artigo 3º da Instrução CVM nº372/02 e do artigo 124, §5º, inciso II, da Lei nº 6.404/76 ("Lei das S.A." ou "Lei Societária"), requerido pela acionista Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações ("Tempo Capital" ou "Acionista").

I. DA AGE OBJETO DO PEDIDO DE INTERRUÇÃO

2. A AGE da Oi, convocada para as 10h do dia 27.03.14, insere-se no âmbito da reorganização societária das empresas do Grupo Oi. Nesta assembleia será deliberada a seguinte ordem do dia (fls. 38/39):

- a) "aprovar a proposta de alteração do limite do capital autorizado da Companhia, com a conseqüente alteração do artigo 6º do Estatuto Social";
- b) "ratificar a contratação do Banco Santander (Brasil) S.A. para elaboração do laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom SGPS S.A. conferirá ao capital da Companhia";
- c) "aprovar o laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom SGPS S.A. conferirá ao capital da Companhia ("Ativos PT")"; e
- d) "aprovar a proposta de valor dos Ativos PT, para fins de sua contribuição em integralização de ações a serem emitidas pela Companhia".

3. Cumpre mencionar que as deliberações constantes da ordem do dia da referida AGE fazem parte das operações societárias que resultarão na união das atividades entre a Portugal Telecom SGPS S.A. ("Portugal Telecom") e a Oi, divulgadas nos Fato Relevantes de 02.10.13 e 20.02.14 (a "Operação").

II. DO PEDIDO DE INTERRUÇÃO

4. Em 17.03.14, a acionista Tempo Capital protocolou na CVM, nos termos do artigo 3º da Instrução CVM nº 372/02 ("ICVM nº 372/02"), pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da referida Assembleia Geral Extraordinária da Companhia, marcada para o dia 27.03.14 (fls. 01/545).

5. No referido pedido, a Acionista apresenta as seguintes considerações:

DA TEMPESTIVIDADE DO PRESENTE REQUERIMENTO

- a) "nos termos do art. 3º, §3º, c/c o art. 2º, da IN CVM 372, o prazo para requerer a interrupção do prazo de antecedência de convocação de Assembleia Geral é de 8 (oito) dias úteis da data inicialmente estabelecida para a sua realização";
- b) "considerando que a AGE foi convocada para o dia 27 de março de 2014 (quinta-feira), às 10:00hs, conforme seu Edital de Convocação, o prazo final para apresentação deste Requerimento encerra-se em 17 de março de 2014 (segunda-feira)";
- c) "o presente requerimento, **protocolado em 17 de março de 2014 (segunda-feira)**, é portanto, tempestivo";

DO OBJETO DO PRESENTE REQUERIMENTO

d) "conforme os termos do Edital de Convocação, os acionistas da Companhia foram convocados para deliberar acerca da seguinte ordem do dia:";

"(1) Aprovar a proposta de alteração do limite do capital autorizado da Companhia, com conseqüente alteração do artigo 6º do Estatuto Social;

(2) Ratificar a contratação do Banco Santander (Brasil) S.A. para elaboração do laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom SGPS S.A. ['Portugal Telecom' ou 'PT'] conferirá ao capital da Companhia;

(3) Aprovar o laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom SGPS S.A. conferirá ao capital da Companhia ('Ativos PT'); e

(4) Aprovar a proposta de valor dos Ativos PT, para fins de sua contribuição em integralização de ações a serem emitidas pela Companhia";

e) "tendo em vista a Proposta da Administração' (...) e os demais documentos apresentados em conjunto ao Edital de

Convocação e em relação aos quais deverão os acionistas da Companhia deliberarem, este Requerimento tem por objetivo a interrupção do curso do prazo de convocação da AGE por até 15 (quinze) dias, a fim de que a CVM conheça e analise as propostas a serem submetidas ao conclave. Em breve síntese dos itens a serem analisados”:

- a. “os acionistas integrantes do grupo de controle da Companhia (controladores direto e indiretos, incluindo aquelas sociedades submetidas por contrato ou societariamente aos mesmos interesses) estão impedidos de votar nas matérias objeto de itens (1), (2), (3), e (4) da Ordem do Dia, da AGE?”
- b. “a proposta de avaliação dos Ativos PT pelo critério econômico-financeiro, determinada pela Companhia e seus controladores, provoca a diluição injustificada dos acionistas da Companhia? Ainda, podem os acionistas da Companhia deliberar adequadamente sobre a matéria, considerando as parcas justificativas que foram apresentadas para a escolha deste critério?”
- c. “a Companhia evidenciou adequadamente o cumprimento da exigência legal de que trata o art. 163, III, da LSA, isto é, submeter previamente ao Conselho Fiscal a Proposta da Administração relativa ao aumento de capital social da companhia e à incorporação dos Ativos PT para que aquele órgão opine sobre estas matérias? A opinião do Conselho Fiscal deveria ser apresentada quando da convocação da AGE?”;
- f) “esclareça-se que, ressalvado pelo item B, acima, as ilegalidades apontadas dizem respeito não à ordem do dia, em si, mas (i) ao procedimento de votação anunciado pela Companhia e que incluiria acionistas com claro conflito de interesse (A); e (ii) a inobservância de requisitos necessários à adequada e informada deliberação dos itens constantes da ordem do dia, da AGE(C)”;

PREVIAMENTE: DA CONVENIÊNCIA E OPORTUNIDADE DO PRESENTE REQUERIMENTO DE INTERRUÇÃO DO PRAZO DE ANTECEDÊNCIA DE CONVOCAÇÃO DA AGE

- g) “antes de entrar no mérito deste Requerimento (itens IV e V, a seguir), é importante fazer alguns esclarecimentos prévios acerca da conveniência e oportunidade do mesmo:”
- h) “em primeiro lugar, o pedido de interrupção, conforme reiteradas manifestações do Colegiado e da área técnica da CVM, é um instrumento processual que se mostra inadequado para a análise e discussão de questões de elevada complexidade fática”;
- i) “ocorre que as questões submetidas à apresentação desta Comissão neste Requerimento já foram previamente submetidas e analisadas (algumas ainda em processo de análise) pela área técnica e desta Comissão, em especial, no âmbito dos Processos CVM RJ-2013-10.913, RJ-2013-13.368, RJ-2013-13.732, RJ-2014-2.2292 e RJ-2014-2.380. Neste sentido, o presente Requerimento apenas sintetiza e reitera o quanto neles exposto, excluindo-se as matérias que, em que pese a relevância, não caberiam no âmbito de cognição deste Requerimento versando sobre a AGE. Fora isto, são apenas incluídas certas informações prestadas pela Companhia por ocasião da convocação da AGE e a questão abordada no item V.C, abaixo. Ressalta-se que Tempo Capital, em especial, apresentou estas questões duas semanas depois do anúncio da Operação (‘Fato Relevante de 02/10/2013’ doc. 5). No entanto, mesmo com o pronunciamento da área técnica da CVM, a Companhia optou por convocar a AGE, sem sequer aguardar a conclusão da discussão no âmbito do Colegiado”;
- j) “em segundo lugar, em relação ao Processo CVM RJ-2013-10.913, em especial, que trata sobre matéria que será abordada no item V.A, a seguir, verifica-se que a mesma encontra-se pendente de julgamento pelo Colegiado. Como (a) há apenas duas reuniões ordinárias do Colegiado entre a presente data e a AGE, e (b) foi obtida a informação, por telefone junto à Secretaria Executiva, que este processo não foi pautado para a primeira reunião ordinária do Colegiado, corre-se o risco de que, sem presente medida cautelar, o Colegiado conclua o referido julgamento em data posterior à realização da AGE”;
- k) “tal fato pode acarretar prejuízos irreparáveis à própria Companhia e seus acionistas, uma vez que a sua orientação de voto na AGE depende, dentre outros fatores, da decisão de mérito das questões ora submetidas à apreciação da CVM”;
- l) Finalmente e reiterando a conveniência e oportunidade desta medida, conquanto o deferimento do Requerimento possa vir a ser um ônus para a Companhia, é de se considerar que os custos da referida interrupção devem ser relativizados considerando os custos totais da operação ora proposta que, conforme as informações até então divulgadas, superam R\$15 bilhões. Ainda mais se considerarmos o prejuízo que a Companhia terá com a aprovação de deliberações que, a nosso ver, são eivadas de ilegalidades”;
- m) “em conclusão, portanto, verifica-se que, por um lado, o presente pedido de interrupção será conveniente para que a CVM analise, como necessário cuidado, o mérito dos pleitos apresentados, concluindo os assuntos que estão sendo apreciados pela Autarquia desde a divulgação do Fato Relevante de 02/10/2013 e, por outro lado, fato é que os prejuízos que o deferimento deste Requerimento possam causar à Companhia são desprezíveis, dentro deste contexto”;
- n) “por todos estes motivos, recomenda-se a interrupção do prazo de antecedência de convocação da AGE por 15 (quinze) dias, a fim de que o Colegiado da CV possa proferir, em caráter definitivo e conclusivo, seu entendimento acerca do mérito das matérias ora tratadas”;

DA OPERAÇÃO PROPOSTA, DA AGE E DAS MATÉRIAS NELE TRATADAS

- o) “antes de aprofundar a análise das questões sintetizadas no item II, acima, cumpre, para sua melhor compreensão, esclarecer a importância e o contexto da presente AGE:”

Da estrutura da Operação; a “União de Atividades” entre PT, Oi e sociedades integrantes do grupo de controle da Companhia:

- p) “não restam dúvidas de que todas as deliberações constantes da AGE inserem-se no âmbito da operação denominada

União de Atividades ('Operação'), conforme anunciada pela Companhia nos Fatos Relevantes de 02/10/2013 e 20/02/2014 (**doc. 6**). Por meio desta Operação, buscam a Companhia e seus controladores promover a fusão, em uma companhia, das atividades e negócios desenvolvidos pela Oi no Brasil e pela Portugal Telecom SGPS S.A. ('Portugal Telecom' ou 'PT') em Portugal e na África e combinar as bases acionárias da Oi, da PT e da Telemar Participações S.A. ('TelPart' ou 'CorpCo') nesta última. Além dos citados Fatos Relevantes, aspectos da Operação foram ainda esclarecidos – em boa parte dos casos, por determinação da CVM – pelos Comunicados ao Mercado de 02/10/2013, 07/10/2013, 25/10/2013 e 10/02/2014, e pelos Fatos Relevantes de 30/01/2014 e 10/02/2014 (**doc. 7**);

- q) “esta Operação, conforme foi divulgado pela Companhia no Fato Relevante de 02/10/2014, foi objeto de negociação entre parte dos integrantes do grupo de controle, nos termos do Memorando de Entendimentos, celebrado em 01/10/2013 por Oi, PT, AG Telecom Participações S.A. ('AG'), LF Tel. S.A. ('LF'), e outras empresas ligadas a estas”;
- r) “em sua formação final, conforme divulgada no Fato Relevante de 20/02/2014 e que contou com a ciência e anuência dos demais integrantes do bloco de controle, verifica-se que a Operação dependerá da realização de uma série de atos societários, incluindo, mas sem restringir a, operações de financiamento entre empresas participantes do grupo de controle, aumento do capital social da Companhia integralizando parte em dinheiro e parte com Ativos PT, e operações de reestruturação societária envolvendo não apenas a Companhia, mas diferentes integrantes do grupo de controle, incluindo a própria CorpCo”;
- s) “segundo a sistemática desenhada no Fato Relevante de 20/02/2014, a Operação pode ser dividida em oito etapas, sendo todas elas independentes entre si, mas condicionantes uma das demais. Registre-se, entretanto, que consoante esclarecido no Fato Relevante de 02/10/2013: **‘todas as etapas da Operação serão contratadas como uma operação única, de forma a garantir a sua execução integral, o que constitui condição essencial para a consumação da Operação e a concretização da Aliança Industrial’**. Vejamos estas etapas:”
- t) “*Primeira Etapa – ‘Conferência de ações de holdings AG e LF’* – Esta etapa trata de uma redistribuição de ações de holdings de AG e LF, com o intuito de preparar estas sociedades para as Etapas seguintes. Neste sentido, sociedades holdings das controladas AG e LF irão estabelecer uma estrutura societária intermediária entre, de um lado, PASA Participações S.A. ('PASA') e EDSP75 Participações S.A. ('EDSP75'), e, de outro, Andrada Gutierrez S.A. ('AGSA') e Jereissati Telecom S.A. ('JT'), respectivamente. Neste sentido, JT transferirá parte de sua participação em EDSP75 para uma nova sociedade, Sayed RJ participações S.A. ('Sayed') e AGSA transferirá parte de sua participação em PASA para VENUS RJ Participações S.A. Ao final da Primeira Etapa, Bratel Brasil S.A. ('Bratel'), sociedade controlada por PT, AGSA e Venus passarão a constituir o quadro acionário de PASA, e Bratel, JT e Sayed passarão a constituir o quadro acionário de EDSP75”;
- u) “*Segunda Etapa – ‘Emissão das Debêntures Conversíveis’* – Nesta Etapa, Venus, Pasa, AG, JT, EDSP75, LF e CorpCo emitirão debêntures conversíveis em ações ordinárias e/ou preferenciais de sua emissão, com o objetivo de provê-las de recursos suficientes para promover a **‘equalização do endividamento dessas sociedades e/ou de suas controladas’**. Este ponto e o significado desta ‘equalização’ serão melhor esclarecidos no item seguinte”;
- v) “a emissão e subscrição de debêntures será promovida em cascata, de modo que, em um primeiro momento, sociedade controlada de PT, a PTB2 S.A. ('PTV2'), adquirirá debêntures emitidas por Venus e Sayed. Em seguida, estas duas e Bratel (também controlada de PT) subscreverão debêntures emitidas por PASA e EDSP75. Na sequência, PASA e EDSP75 subscreverão debêntures emitidas por LF e AG, que, por seu turno, ficarão, responsáveis pela subscrição de debêntures a serem emitidas por CorpCo. **Esclareça-se que a liquidação financeira das debêntures não ocorrerá nesta Segunda Etapa.**”
- w) “*Terceira Etapa – ‘Aumento de Capital da Oi’* – Nesta Etapa, objeto da AGE, a Companhia promoverá uma oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias e preferenciais da Companhia, no limite do seu capital social autorizado que, se aprovado na AGE, passará a ser de R\$34.038.701.741,49. Parte desta oferta será subscrita por PT e integralizada com os Ativos PT e parte será em dinheiro, no valor mínimo de R\$7 bilhões, totalizando cerca de R\$14 bilhões”;
- x) “acerca desta Etapa, cumpre esclarecer que os Ativos PT foram objeto de avaliação pelo Banco Santander (Brasil) S.A. que, obedecendo ao critério determinado pela Companhia e pelos seus controladores, isto é, o do valor econômico-financeiro, elaborou o ‘Laudo de Avaliação’ (**doc. 4**) em que se atribui aos Ativos PT um valor na faixa entre £1.636,3 e £1.808,5 milhões. O Laudo de Avaliação apresentado em nenhum momento aborda ou analisa o valor de mercado dos Ativos PT, sendo que este é, conforme exposto no item V.B, a seguir, materialmente menor que o valor proposto para equalizar a capitalização (conforme cálculos da própria área técnica da CVM)”;
- y) “*Quarta Etapa – ‘Integralização de Debêntures Conversíveis e Segregação de Ativos CTX/Contax’* **‘Condicionada à aprovação da Terceira Etapa da Operação e às demais condições nela estabelecidas, PT (e consequentemente as demais sociedades acima referidas) obriga-se a promover a integralização das debêntures emitidas na Segunda Etapa.** Em outras palavras, portanto, **caso não venham a ser aprovadas as matérias constantes da Ordem do Dia da AGE, CorpCo e as demais sociedades integrantes do grupo de controle não terão o benefício da “equalização” das respectivas dívidas.** Ainda nessa etapa, serão promovidas reorganizações societárias envolvendo AG, LF, PASA, EDSP75, com o objetivo de promover a segregação de participações societárias destas empresas nas sociedades CTX Participações S.A. ('CTX') e na Contax Participações S.A. ('Contax'), de modo que Bratel, AG, LF, PASA e EDSP75, detenha, direta ou indiretamente, participações, somente na CorpCo e na Oi.”;
- z) “*Quinta e Sexta Etapas – ‘Conversão das Debêntures Holdings’* é ‘*Conversão das Debêntures CorpCo é Reorganização Societária das sociedades intermediárias da estrutura de controle da CorpCo e da Oi*’. Nestas etapas da Operação, as debêntures emitidas na Segunda Etapa é integralizada na Quarta Etapa, serão convertidas em ações ordinárias e preferenciais de Venus, PASA, Sayed, EDSP75, AG, LF e TelPart, conforme o caso. Na sequência, serão realizadas uma série de operações de reestruturação societária envolvendo sociedades integrantes do bloco de controle e da própria Companhia. Conforme informações constantes do Fato Relevante de 20/02/2014, a Companhia estima que, ao final

destas fase, CorpCo detará 126,6 milhões de ações ordinárias e 96,2 milhões de ações preferenciais da Companhia. Por sua vez, o capital social de CorpCo será detido por PT (45,94%), JT (12,34%), AGSA (12,34%) e os demais integrantes do bloco de controle com 29,39%. Ressalva-se que estes números são aqueles apresentados pela Companhia, não havendo, entretanto, informações detalhadas que permitam confirmar como esses cálculos são feitos”;

- aa) "Sétima e Oitava Etapas - 'Incorporação de Ações pela Oi e pela CorpCo' e 'Incorporação da Portugal Telecom pela CorpCo' - Nestas etapas da Operação, haverá a conclusão da Operação, com a incorporação de ações da Companhia pela CorpCo é a incorporação do que restou de PT pela CorpCo”;

Da “equalização” das dívidas das empresas integrantes do grupo de controle, da superavaliação dos ativos da PT e da AGE.

- b b) “Primeiramente, repise-se que a Operação foi delineada por sociedades integrantes do grupo de controle da Companhia nos termos do Memorando de Entendimentos. Conforme esclarece a Superintendência de Relações com Empresas, nos termos do RA/CVM/SEP/GEA-4/No.90 (‘Parecer SEP’, **doc. 8**), ‘[...] é importante observar que a Operação foi negociada como um todo entre Partes. Como afirma a Companhia, as partes signatárias do memorando de entendimentos mencionado no Fato Relevante de 02.10.13 (a saber: Oi Portugal Telecom, AG, LF, PASA, EDSF75, Bratel e dois dos principais acionistas de PT) negociaram os termos da Operação. Ainda que os termos do MOU não sejam definitivos, eles já representam uma posição negocial aceitável pelas partes signatárias”;

- cc) “ainda, posteriormente, as demais empresas integrantes do bloco de controle (dentre elas, os fundos de pensão e o BNDES) manifestaram sua anuência com a Operação, comprometendo-se a efetivá-la nos termos negociados (V. Fato Relevante de 20/02/2014)”;

- d d) “portanto, os acionistas integrantes do grupo de controle estabeleceram uma Operação que permitisse a ‘equalização’ dos passivos contraídos pelo grupo de controle da Companhia. Acerca deste endividamento, conforme esclarecido pela Companhia no Comunicado ao Mercado de 07 de novembro de 2013:”

“No caso da LF, o endividamento, na Data Base, é composto pelo principal das debêntures emitidas no valor de R\$548,880 milhões e de juros provisionados sobre as debêntures no valor de R\$99,320 milhões, somando R\$648,200 milhões. Tendo em vista o caixa da LF na Data Base, de R\$3,054 milhões, a sua dívida líquida monta R\$645,146 milhões”;

A dívida bruta da AG, na Data Base, é de R\$648,090 milhões, e o seu caixa de R\$8,068 milhões, o que resulta numa dívida líquida de R\$640,022 milhões”;

Já com relação à dívida líquida da TelPart, o saldo de sua dívida bruta, na Data Base, é composto pelo saldo devedor (principal + juros) das debêntures emitidas, no valor de R\$1.708.717 mil, e de outras obrigações como notas promissórias, ações preferenciais resgatáveis e usufruto de ações que em conjunto com as debêntures montam uma dívida de R\$3.263.910 mil. Considerando o caixa (equivalente de caixa) da TelPart, a sua dívida líquida, na Data Base, é de R\$3.193.885 mil”;

- ee) “registre-se, conforme o referido Comunicado ao Mercado de 07 de novembro de 2013 esclarece, que se trata de um endividamento exclusivo dos acionistas integrantes do grupo de controle; Endividamento este que foi contraído (ressalvado o caso de PT), justamente, para aquisição da participação acionária na Companhia. Por sua vez, o endividamento da Companhia, que soma R\$30,2 bilhões, é completamente segregado deste endividamento dos controladores. Ressalta-se que em informações disponibilizadas para a Securities and Exchange Commission nos Estados Unidos, na data base de 31/12/2013, verifica-se que as dívidas das holdings controladoras já ultrapassam R\$4,7 bilhões. Esses dados ainda não foram divulgados nos materiais entregues à CVM relativos à AGE nem ao processo de oferta pública de ações”;

- ff) “cumprir, portanto, esclarecer o que o Fato Relevante chama cabotivamente de ‘equalizar’. Esta operação e seu efeito foram analisados de forma minuciosa pela Superintendência de Relações com Empresas, no Parecer SEP, que assim concluiu:”

“91. A Operação também foi estruturada de forma que a CorpCo estará, ao término da Operação, exposta a um valor equivalente ao endividamento líquido atual das holdings dos controladores. Isto ocorrerá por meio do aumento de capital em bens pela Portugal Telecom, da forma descrita a seguir.

92. Conforme o Comunicado ao Mercado divulgado pela Oi em 07.11.2013, a pedido da CVM a Portugal Telecom possuía, em 30.06.2013, uma dívida bruta de R\$22.427 milhões (a um câmbio de R\$/£ 3,0181) e caixa de R\$7.947 milhões, resultando em uma dívida líquida de R\$14.480 milhões.

93. Entretanto, a capitalização das holdings acarretará uma saída de caixa da Portugal Telecom de R\$4.500 milhões, aumentando sua dívida líquida para R\$18.980 milhões (este aumento ocorrerá não em função do acréscimo da dívida bruta, mas do decréscimo de seu caixa; haverá menos caixa para honrar os compromissos financeiros previamente existentes).

94. no aumento de capital da Oi em bens (os Ativos) pela Portugal Telecom, serão contribuídos seus ativos operacionais, seu caixa (a menor em R\$4.500) e seus passivos (incluindo a dívida bruta). As debêntures conversíveis emitidas à Portugal Telecom pelas holdings [...] não serão aportados no aumento de capital, mas serão convertidas em ações das holdings, aumentando a participação da Portugal Telecom no capital destas e, indiretamente, na CorpCo.

95. Ou seja, a Portugal Telecom será credora das holdings apenas momentaneamente pois este crédito será convertido em equity no decorrer da Operação. Cabe lembrar que uma das etapas

da Operação refere-se À simplificação da estrutura de holdings dos controladores, que serão incorporadas e desaparecerão (vide parágrafo 30, retro).

96. Através da mecânica descrita acima, ao final da Operação quando as holdings dos controladores e Portugal Telecom não mais existirão (serão incorporadas) e os ativos operacionais e as bases acionárias das holdings, da Portugal Telecom e da própria Oi estiverem concentradas na CorpCo, o endividamento desta última será equivalente à soma da dívida existente na Oi, na Portugal Telecom e nas holdings dos e controladores (menos o caixa captado no aumento de capital da Oi).

97. A tabela a seguir, fornecida pela Companhia no citado Comunicado ao Mercado, demonstra a dívida líquida da CorpCo após a Operação, em uma base pro-forma de 30.06.13, deixando claro que não haverá apenas a soma das dívidas líquidas atuais de Oi e Portugal Telecom, mas também do acréscimo equivalente à dívida líquida existente nas holdings dos controladores e subtraindo os recursos em caixa a serem captados no aumento de capital da Oi:";

Dívida Liq. (R\$MM)

Portugal Telecom (ex-Oi e ex-Contax)	14.480
Oi	30.262
Capitalização das <i>holdings</i> (TelPart, AG, LF)	4.496
(-) Aumento de Capital: caixa	(8.000)
TOTAL	41.238

Antes da capitalização das *holdings*

Exposição

**Dívida Liq.
(R\$ MM)**

Portugal Telecom	14.480
Oi	30.262
Controladores	4.496
(-) Aumento de Capital: caixa	(8.000)
TOTAL	41.238

Depois da capitalização das *holdings*

Exposição

**Dívida Liq.
(R\$ MM)**

Portugal Telecom	18.480
Oi	30.262
Controladores	-6
(-) Aumento de Capital: caixa	(8.000)
TOTAL	41.238

99. Pelos quadros acima, verifica-se que a dívida total do 'grupo' mantém-se a mesma, apenas é modificado quem está exposto ao endividamento. Ao final da Operação, a dívida total estará concentrada na CorpCo (afetando, indiretamente, todos os acionistas desta), ao passo que, atualmente, apenas acionistas controladores possuem exposição ao valor da dívida encontrada nas *holdings* (R\$4,5 bilhões)";

gg) "portanto, verifica-se que o que a Companhia e seus controladores denominam de 'equalizar', de fato, significa em

compartilhar o endividamento que hoje é exclusivo dos integrantes do bloco de controle com os demais acionistas da Companhia. Isto pelo simples fato de que a Operação proposta (ressalvado pelo aumento de capital em caixa, que independe da Operação em si) não se presta à liquidação definitiva de passivos do grupo de controle, mas apenas à distribuição contábil dos passivos dos controladores, que hoje está concentrado em AG, LF e CorpCo/TelPart e que – após uma etapa intermediária em que PT assume o endividamento – retoma para CorpCo/TelPart, agora com toda base acionária da Companhia e concentrando os endividamentos de AG, LF, CorpCo, PT e da própria Oi”;

h h) “entretanto, a Operação não se resume a isto. Afinal, esta engenharia financeira tem um preço para os demais integrantes do grupo de controle (salvo PT e Bratel). Conforme anotado pela Superintendência de Relações com Empresas, no Parecer SEP”;

“69. Sendo a capitalização *dasholdings* uma etapa necessária para a consumação da Operação, é possível concluir, s.m.j, que, na negociação dos termos do MOU, esta foi uma questão negocial demandada pelos acionistas controladores e aceita pela Portugal Telecom. Ainda que a capitalização das *holdings* tenha outros intuitos, não é possível ignorar o benefício advindo aos acionistas controladores (e apenas a estes) do equacionamento de suas dívidas”;

i i) “por sua vez, não restam margens para dúvida quanto à questão negocial demandada por PT e aceita pelos acionistas controladores. Analisando o Memorando de Entendimentos, verifica-se que parte essencial do acordo feito, envolve o benefício que a Operação trará para PT e seus acionistas, quer seja a superavaliação dos Ativos PT (ou busca de uma avaliação que atenda aos objetivos traçados no MOU)”;

jj) “neste sentido, como contrapartida por viabilizar a ‘equalização’ da dívida do grupo de controle, PT condicionou a realização da Operação a uma série de premissas negociais”;

kk) “dentre elas, destaque-se que a estrutura da Operação teve por principal premissa que a Operação aumentasse a participação da PT na Companhia, dos atuais 23,2%, considerando participação direta ou indireta, para uma participação de 36,6% a 39,6%. Em segundo lugar e como forma de viabilizar esta façanha (que não poderia ser alcançada por uma regular operação de incorporação da PT pela Oi), foi pré-precificado o patrimônio operacional da PT entre R\$5,8 e R\$6,4 bilhões, como forma de alcançar este percentual. Trata-se de um valor meramente negocial, uma vez que não havia laudo de avaliação que o suportasse (Artigo 15, VI, da Instrução CVM nº 319, de 1999)”;

ll) “Cumpra esclarecer que esta estrutura negocial (‘equalização da dívida’ por participação) que já estava bastante evidente nos primeiros documentos divulgados pela Companhia (em especial, o Fato Relevante de 02/10/2013) foi confirmada pelo Fato Relevante de 20/02/2014 que, conforme acima referido, na Quarta Etapa, **condiciona a integralização das debêntures emitidas pelas empresas endividadas (AG, LF e CorpCo) À aprovação da Terceira Etapa.** Terceira Etapa esta que, nos termos do Edital de Convocação, engloba a precificação para posterior integralização dos Ativos PT pela Companhia”;

mm) “julgamos que é neste contexto que deve ser analisada as matérias que serão objeto da AGE, isto é, de um lado, o interesse do grupo de controle de efetivar a Operação e com isto ‘equalizar o seu endividamento’ e, de outro, a pretensão de PT de ver avaliado o seu patrimônio nas condições definidas no Memorando de Entendimento e que se mostraram como compensação adequada por viabilizar a ‘equalização do endividamento’ de AG, LF e CorpCo”;

DAS PROPOSTAS DA AGE A SEREM CONHECIDAS E ANALISADAS PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

n n) “esclarecido o contexto em que se insere a AGE dentro da Operação, passamos à análise das matérias a serem conhecidas e analisadas pela Comissão de Valores Mobiliários:”

DO IMPEDIMENTO DE VOTO DOS INTEGRANTES DO BLOCO DE CONTROLE DA COMPANHIA

oo) “conforme informações constantes nos Fatos Relevantes de 02/10/2013 e 20/02/2014, que anunciaram a operação ora submetida à deliberação na AGE, o impedimento de voto limitar-se-ia a PT e sua controlada Bratel e, exclusivamente, em relação à aprovação do laudo de avaliação dos Ativos PT. Todos os demais integrantes do bloco de controle, por sua vez, assumiram o compromisso firme e escrito de aprovar todas as Etapas da Operação, incluindo, naturalmente, aquelas objeto desta AGE. Para que não restem dúvidas, remetemos aos termos do próprio Fato Relevante de 20/02/2014:”

“Na referida assembleia[a AGE], Portugal Telecom e sua controlada Bratel Brasil se absterão de votar com relação ao laudo de avaliação dos Ativos PT, nos termos da Lei das S.A.’ E continua: ‘[...] em 19 de fevereiro de 2014, foram celebrados aditivos aos Acordos de Acionistas da AG, LF e CorpCo, celebrados ou aditados em 25 de janeiro de 2011, estabelecendo o compromisso, **pelos accionistas da CorpCo, de exercer seus direitos de voto na CorpCo, e também para que seus representantes nos Conselhos de Administração da CorpCo e da Oi exerçam seus direitos de voto, no sentido de aprovar a Operação.** Além disso, Portugal Telecom, FIA, Bratel Brasil, CorpCo, AG S.A. e Jereissati Telecom, **celebraram um Compromisso Porvisório de Voto se obrigando como accionistas da Oi a praticar os atos necessários para a efectivação das incorporações de Bratel Brasil, Newos e PTB2 pela Oi e a incorporação de ações da Oi pela CorpCo**” ; (grifou-se)

pp) “cumpra esclarecer que as referidas informações foram tornadas públicas pela Companhia depois e em inobservância ao entendimento da Superintendência de Relações com Empresas, no âmbito do Processo CVM RJ-2013-10.913. Na ocasião, assim manifestou-se a referida área técnica, nos termos do Ofício/CVM/SEP/GEA-4/no. 003/14 (doc. 9): ‘No entendimento da SEP, além da Portugal Telecom e sociedades a esta ligadas, os demais accionistas controladores da Oi (AG, LF, BNDESPar, Previ, Petros, Funcef e Fundação Atlântico de Seguridade Social – todos accionistas 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”

q q) “tendo em vista esta irregularidade no material apresentado para deliberação na AGE, cumpre que a CVM se

manifeste, em caráter definitivo pelo seu colegiado, se o impedimento de voto de que trata o art. 115, § 1º, da LSA, no caso da AGE: a) afectaria apenas PT e Bratel, na qualidade de titulares dos Ativos PT; ou b) também se aplicaria a todos os integrantes direto e indirectos do grupo de controle (incluindo, mas sem se restringir a, PT, Bratel, AG, LF, BNDESPar, Previ, Petros, Funcef, FASS e CorpCo)”;

- rr) “entendemos que não restam dúvidas que o entendimento correto é o segundo, isto é, que o referido impedimento de voto aplica-se a todos os controladores direto e indirectos, bem como aqueles que se submetam por acordo ou relação societária, aos seus interesses”;
- ss) “é bem verdade que se deve reconhecer que, historicamente, o posicionamento da CVM com relação à interpretação do art. 115, § 1º, da LSA, oscilou, conforme a composição de seu colegiado, em duas correntes. Em relação à primeira delas, entendia-se que, quando confrontado com uma deliberação em que tenha interesses potencialmente conflitantes com os da companhia, o acionista poderia ainda exercer o seu direito de voto. Apenas haveria ilegalidade se o acionista votasse em sentido que efetivamente importasse o sacrifício ao interesse social”;
- t t) “entretanto esta primeira corrente já foi abando nada há alguns anos. Mais recentemente, firmou-se na CVM, a posição de que, estando o acionista na condição de ter potencialmente interesses conflitantes ou divergentes com aqueles da companhia, isto já basta para determinar o impedimento de voto. Portanto, o simples fato de ele deliberar basta para caracterizar a ilegalidade, independente de quaisquer avaliações (sempre carregadas de alta carga de subjectividade) sobre se tal voto sacrificou ou não o interesse social”;
- uu) “esta última linha de entendimento é aquela que serviu de subsídio à edição dos Pareceres de Orientação no. 34 e 35, ambos vigentes, e que foi aplicado no último precedente da Autarquia sobre a matéria, o Processo CVM RJ-2009-13.179, decidido em 09/09/2010. Nele, assentou-se o entendimento de que não seria possível tomar a proibição de que trata o art. 115, §1º, da LSA, como uma ‘mera recomendação ao acionista, ou, ainda como uma vedação cautelar, de alguma maneira distinta uma efetiva proibição’. Conforme esclarecido pelo Diretor Relator, Sr. Alexandro Broedel, em decisão acompanhada por três dos outros quatro Diretores do Colegiado, ‘firmou-se na CVM, o entendimento de que o conflito de interesses previstos no parágrafo 1º. do artigo 115, seria verificável a priori, objetivamente, quando, por exemplo o acionista estivesse contratando com a companhia”;
- vv) “ainda no mesmo processo, transcreva-se o posicionamento da Diretora Presidente, Sra. Maria Helena Santana:”
“Enfim, por todo o exposto, fica claro que, na minha opinião, o art. 115, § 1º **ao determinar que o acionista fica impedido de votar nas deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia, estabeleceu verdadeira hipótese de impedimento de voto, que pode ser controlada antes da deliberação, se houver evidência de que está em jogo algum interesse particular do acionista, que não é comum aos demais. O conflito configura a partir da identificação desse interesse particular, independentemente da comprovação de prejuízo à companhia.”** (grifou-se)
- ww) “neste sentido, a indagação acerca do conflito de interesses independente – conforme o entendimento atual da CVM – independe da indagação entre qual seria o melhor interesse da companhia e se o voto exercido atendeu a este requisito. Pelo contrário, deve-se verificar, exclusivamente, se o acionista ao participar do conclave, possui interesses próprios e contrapostos aos da Companhia. Neste ponto, cite-se, por derradeiro, o voto proferido pelo Diretor Presidente, Sr. Marcelo Trindade, no Inquérito Administrativo CVM no. TA/RJ 2001/4977:”
“O argumento de que o art. 117, §1º, f, da Lei admite a contratação entre o acionista controlador e a companhia, em condições equitativas, parece-me, data vênua, pouco expressivo. Ao discutir-se o impedimento do voto, não se está discutindo a proibição de contratar, mas apenas a legitimidade do voto do controlador quanto à matéria. O contrato pode ser celebrado desde que o beneficiário não vote. Além disto, é preciso lembrar que o contrato pode ser celebrado sem manifestação assemblear – o que, aliás, ocorre em grande parte dos casos-, ou sem a manifestação do voto do controlador, e ainda assim ele continuará respondendo, na forma do art. 117, se retirar benefício indevido como contraparte do negócio”; (grifou-se)
- xx) “ora, conforme já exposto acima (item III, ii), a aprovação das matérias objeto desta AGE, quais sejam, o aumento do capital social e a aprovação das condições para incorporação dos Ativos PT pela sociedade, foi estabelecida com condicionante para a operação de ‘equalização’ das dívidas que afeta os controladores direto e indireto. Se esta operação de ‘equalização’ de dívidas é do melhor interesse da Companhia, trata-se de matéria que não diz respeito à caracterização do conflito de interesses, conforme a jurisprudência desta CVM assentou. Deveria, portanto, ser matéria a ser decidida exclusivamente por acionistas que não tenham conflitos de interesse ou recebam benefícios particulares de sua aprovação - portanto, uma aprovação somente pelos acionistas minoritários da Oi”;
- y y) “importante é observar que, conforme, a própria estrutura evidenciado pelo Fato Relevante de 20/02/2014, foi negocialmente estabelecido pelos acionistas integrantes do grupo de controle que a ‘equalização’ dos passivos que hoje afetam exclusivamente os acionistas controladores CorpCo, AF, LF (Quarta Etapa da Operação) apenas ocorrerá caso sejam aprovadas as matérias objeto da AGE”;
- zz) “inequívoco portanto, que , analisando-se pela ótica do conflito de interesses, há mais do que ‘evidência[s] de que está em jogo algum interesse particular do acionista, que não é comum aos demais’. Afinal, o conflito se configura a partir da identificação desse interesse particular, independentemente da comprovação de prejuízo à companhia”;
- aaa) “este interesse particular, conforme já exposto, reside na ‘equalização’ das dívidas exclusivas dos controladores direto e indirectos, uma vez que apenas estes se beneficiarão do compartilhamento do seu endividamento com os demais acionistas da Companhia, ao término da Operação. Efetivamente, aprovada a Operação, o endividamento da Companhia não será compartilhado com terceiros, continuando a ser de responsabilidade de todos os seus acionistas. Por sua vez, o endividamento que é hoje exclusivo dos controladores – q que fora contraído para permitir a aquisição de sua participação na companhia – passará a ser suportado por todos os acionistas que migrarem para a base

acionária da CorpCo (o que incluiu os acionistas minoritários da Companhia). Ademais, salienta-se a materialidade deste endividamento, hoje na ordem de mais de R\$4,7 bilhões, montante extremamente material no contexto das operações da Oi e da PT”;

bbb) “esta ‘equalização’ da dívida caracteriza, portanto, um benefício particular dos acionistas integrantes do bloco de controle – i.e um benefício que não é compartilhado pelos demais acionistas da Companhia. Mas, além disto, conforme ressaltado pela Superintendência de Relações com Empresas, esta estrutura utilizada para tratamento do endividamento dos controladores provoca um segundo benefício, qual seja, conforme acima referido, no recebimento de um prêmio pelas ações de controle da Oi, prêmio este pago pela PT (através da avaliação dada aos Ativos PT, que incluem o endividamento das holdings controladoras). Aqui, conforme mais uma vez o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas, no Parecer SEP:”

“77. [...] considerando o valor de mercado (cotações em bolsa das ações da Oi, *equity value* das *holdings* dos controladores seria negativo, devido ao seu endividamento. Em função a responsabilidade limitada dos acionistas em relação às obrigações de uma sociedade anônima da qual sejam sócios (a distinção entre a personalidade jurídica da sociedade anônima e as personalidades de seus sócios), a teoria financeira entende que, no caso concreto, o valor das ações de emissão das *holdings* AG, LF e TelPart seria igual a zero.

78. Desta forma, na capitalização das *holdings* pela Portugal Telecom, esta última, hipoteticamente, poderia adquirir a totalidade das ações emitidas pelas *holdings* por um valor simbólico, ou seja, apenas assumindo as dívidas existentes, tornando-se a única acionista das *holdings*.

79. Entretanto, como descreve a Companhia, não é isso que irá acontecer na Operação. Nas palavras da Oi, ‘*nesta capitalização, a Portugal Telecom efetivamente aumentará a sua participação nas holdings, e, em contrapartida, os acionistas controladores serão diluídos em sua participação, direta ou indireta, na Oi.*’

80. Assim, como consequência lógica desta afirmação, conclui-se que, nas negociações entre a Portugal Telecom e os demais acionistas controladores, foi acertado que o *equity value* das *holdings* não é zero, mas positivo. Para que isso seja possível, as ações de emissão da Oi detidas direta e indiretamente pelas *holdings* foram avaliadas com um prêmio em relação às cotações em bolsa.

81. Efetuou-se um exercício para mensurar tal prêmio, com base nas informações disponíveis até o momento [...].

82. Assumindo várias premissas e estimativas divulgadas pela própria Oi e pela Portugal Telecom (dentre elas, que a Portugal Telecom detém uma participação de 38,1% na CorpCo (ex-ações em tesouraria) após a incorporação de ações da Oi e que o aumento de capital da Oi seria realizado a um preço por ação ordinária de R\$ 4,36), **chega-se a um valor médio por ação ordinária e preferencial de Oi, detidas direta e indiretamente pelas holdings dos acionistas controladores, da ordem de R\$ 53,00 e R\$ 49,00 respectivamente, ou cerca de 12 vezes superior às cotações de mercado anteriores ao anúncio da Operação (R\$ 4,37 para OIBR3 e R\$ 4,03 para OIBR4).**

83. Deste modo, verifica-se que as ações de emissão de Oi detidas pelos acionistas controladores através das *holdings* AG, LF e TelPart estão sendo avaliadas com um prêmio significativo em relação às cotações em bolsa, deixando mais evidente seu benefício particular, ainda que o prêmio seja pago pela Portugal Telecom”; (grifou-se)

ccc) “em conclusão, portanto, retomando à análise da Superintendência de relações com Empresas: ‘[...] no presente caso, mesmo que a capitalização das **holdings** dos controladores tenha como um dos objetivos *simplificar o processo de incorporação delas pela Oi, ao possibilitar a incorporação de companhias sem qualquer endividamento ou com caixa suficiente para quitar suas dívidas*’ (conforme declarado pela Companhia), mostra-se evidente que existe um benefício aos acionistas controladores nas estruturação da Operação, pois permite o equacionamento do relevante endividamento existente em suas *holdings* AG, LF e TelPart.’ E conclui no RA CVM/SEP/GEA-4/Nº. 007/14 (doc. 10): **‘[...]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**”;

ddd) “isto posto, resta inequívoco que o impedimento de voto para se deliberações objeto dos itens (1), (2), (3) e (4), da Ordem do Dia da AGE, afeta não apenas os acionistas que estão contribuindo com ‘bens’ no momento do capital (PT e Bratel), mas todos aqueles que estariam, nestas deliberações, com interesses contrapostos aos da Companhia, tendo em vista a potencialidade de aferimento de benefícios particulares e não compartilhado com os demais acionistas”;

DO EFEITO DILUITIVO INJUSTIFICADO DA PROPOSTA DA ADMINISTRAÇÃO DE AVALIAR OS ATIVOS PT PELO VALOR ECONÔMICO E A SUA INTEGRALIZAÇÃO MEDIANTE A EMISSÃO DE AÇÕES PRECIFICADAS PELO SEU VALOR DE MERCADO. DA AUSÊNCIA DE JUSTIFICATIVA PORMENORIZADA DOS CRITÉRIOS ADOTADOS NO PROCESSO

e e e) “conforme informações constantes do Laudo de Avaliação, submetido à aprovação da AGE, ‘[o] Santander foi contratado pela Oi para elaborar Laudo de Avaliação dos ativos operacionais e passivos da Portugal Telecom, pelo critério econômico-financeiro, a serem contribuídos na Oi no âmbito da aliança industrial conforme o Fato Relevante. **Uma vez definido o critério econômico-financeiro pela Contratante [a Companhia]** coube ao Santander [...]”;

(grifou-se)

- fff) “verifica-se, portanto, que é submetido à aprovação da AGE a proposta da Companhia de avaliar os Ativos PT pelo critério econômico-financeiro, conforme, repita-se, determinado pela Companhia e em observância aos termos e conveniências negociais constantes do Memorando de Entendimentos”;
- ggg) “entretanto, conforme será demonstrado a seguir, a avaliação por este critério prova a diluição injustificada e ilegal dos ‘antigos acionistas’ da Companhia, isto é, seus acionistas minoritários. Além disto, não foi apresentada a ‘justificativa pormenorizada’ para a adoção deste critério, o que seria necessário à submissão da matéria à AGE”;
- hhh) “uma ressalva é importante: não se está discutindo a possibilidade, em tese, de um ativo vir a ser avaliado pelo critério do seu valor econômico-financeiro. É evidente que a utilização deste critério é possível e, na maioria dos casos, válida. O que se discute é, exclusivamente, se a adoção deste critério na Operação, provoca diluição injustificada e ilegal dos ‘antigos acionistas’ da Companhia, considerando as circunstâncias em que este critério é adotado”;
- iii) “neste sentido, em primeiro lugar, é importante esclarecer que em nenhum momento foi esclarecido pela Companhia o motivo da determinação deste critério e não outro para avaliação do Ativo PT. Pelo contrário, a única explicação constante da farta documentação submetida à aprovação dos acionistas é que o critério adotado constitui-se em condição para a realização da Operação”;
- jjj) “em outras palavras, portanto, a única explicação é o interesse e a necessidade de a avaliação provocar o já referido efeito dilutivo negocialmente decidido pelo grupo de controle, nos termos do Memorando de Entendimentos. Efetivamente, apenas por meio desta diluição é que PT poderá alcançar a participação final de 36,6% a 39,6% no capital social da CorpCo. Vale lembrar que a obtenção deste percentual foi estabelecido como condição essencial para que PT ‘equalizasse’ as dívidas dos demais integrantes do grupo de controle (dívidas que totalizam mais de R\$4,7 bilhões, sendo mais de R\$3,2 bilhões de responsabilidade de outros acionistas controladores excluindo a própria PT)”.
- kkk) “para a compreensão do efeito dilutivo proposto para aprovação nesta AGE, cumpre relembrar que as deliberações deste conclave inserem-se na Terceira Etapa da Operação. Ainda nesta Terceira Etapa e condicionada e condicionada à aprovação desta AGE, haverá um oferta pública de ações, tendo por objeto uma emissão primária de Ações com contribuição não somente em dinheiro, mas também com base nos Ativos PT. Sobre este ponto, não parece haver dúvidas, com esclarecido na Proposta da Administração, no Fato Relevante de 20/02/2014 e, em maior detalhe, no Prospecto Preliminar de Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias e Ações Preferenciais de Emissão da Oi S/A, carregada no sistema IPE em 19 de fevereiro de 2014 (‘Prospecto’, **doc. 11**). Este último documento esclarece que:”

“**No âmbito da Oferta**, a Portugal Telecom subscreverá uma parte das Ações ofertadas e as integralizará com a totalidade dos (i) ativos operacionais pertencentes, direta ou indiretamente, à Portugal Telecom, exceto as participações direta e indireta da Companhia, na Contax Participações S.A. e na Brasil B.V; e (ii) passivos da Portugal Telecom na data da integralização considerados no Laudo de Avaliação. Os Ativos foram avaliados [-]”; (grifou-se)

- lll) “não se pode dissociar, portanto, as deliberações constantes dos itens (2), (3) e (4), da Operação como um todo, em especial, da efetivação do aumento de capital submetido à aprovação no item (1) da Ordem do Dia, da AGE, e efetivado nos termos da Oferta Pública”;
- mmm) “pois bem. Consoante estabelece a LSA, em seu 1º, Artigo 170, mesmo assegurando-se o direito de preferência aos antigos acionistas de uma companhia, um aumento de capital com emissão de ações não pode provocar a diluição injustificada da participação destes. Nos termos do citado dispositivo: ‘[o] preço de emissão deverá ser fixado, **sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas**, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las [...]’”;
- nnn) “conforme informações constantes do Fato Relevante de 20/02/2014 =, a definição do preço de emissão das Ações será pelo critério referido no inciso III, do § 1º, Artigo 170, da LSA. Ocorre que a verificação do efeito dilutivo de uma Oferta não deve considerar isoladamente o critério adotado para a fixação do preço, mas se a adoção de determinado critério, na operação pretendida, provoca ou não este efeito dilutivo. É esta a jurisprudência pacífica desta Comissão que, analisando-se o contexto da operação e da própria companhia, entende que, mesmo se adotado um dos critérios referidos nos incisos do § 1º, Artigo 170, da LSA, pode a mesma levar à diluição injustificada dos antigos acionistas. Cite-se, exemplificativamente, o Processo CVM RJ 2006 0180”;
- ooo) “neste sentido, não se pode desconsiderar que a Operação, se por um lado, emitirá ações pelo critério do valor de mercado, por outro lado, propõe que os acionistas PT e Bratel contribuam com o aumento de capital com os Ativos PT avaliados por um outro critério. Veja:”;
- ppp) “em relação ao critério de emissão das Ações, o Prospecto assim esclarece:”;

“Preço por Ação

No âmbito da Oferta Global, o Preço por Ação será distinto para Ações Preferenciais e para as Ações Ordinárias.

O Preço por Ação Preferencial será fixado após a conclusão do Procedimento de *Bookbuilding* e terá com parâmetro (a) a cotação das ações preferenciais de nossa emissão na BM&FBOVESPA e (b) as indicações de interesse em função da qualidade e quantidade das demanda (por volume e preço) coletada junto aos Investidores Institucionais durante o Procedimento de *Bookbuilding*. [...]

A escolha do critério de fixação do Preço por Ação Preferencial é justificada, na medida em que o preço de mercado das Ações a serem subscritas será aferido com a realização do

Procedimento de *Bookbuilding*, o qual reflete suas intenções de investimento nas Ações e, portanto, não promoverá diluição injustificada dos atuais acionistas, nos termos do artigo 170, parágrafo 1º, inciso III, da Lei das Sociedades por Ações.

O preço por Ação Ordinária será baseado no Preço por Ação preferencial e apurado de acordo com a seguinte taxa de conversão: 1 Ação Preferencial para 0,9211 Ação Ordinária, sendo esta a mesma proporção utilizada no âmbito da incorporação de ações, conforme mencionado no Fato Relevante e no Comunicado ao Mercado por nós divulgados em 02 de outubro de 2013”;

qqq) “por sua vez, conforme informações constantes do Laudo de Avaliação acerca do critério utilizado na avaliação dos ativos e passivos da Portugal Telecom:”

“o Banco Santander (Brasil) S.A. [...] foi contratado pela Oi S.A. [...] para **elaborar uma avaliação pelo critério econômico-financeiro** [...] dos (i) ativos operacionais da Portugal Telecom, SGPS S.A. [...] constantes das demonstrações contábeis gerenciais não auditadas preparadas pela Companhia e que excluem os efeitos das participações direta ou indiretamente detidas pela Oi e na Contax Participações S.A. e (ii) passivos PT [...] que serão objeto de contribuição em integralização de aumento do capital social com colocação pública de novas ações da Oi [...] realizado no âmbito da ‘Aliança Industrial entre Oi e PT’ divulgada no mercado em 2 de outubro de 2013”; (grifou-se)

rrr) “este *duplo critério*, conforme será demonstrado a seguir, provoca a atribuição de mais ações da Companhia pelo aporte dos Ativos PT do que seria necessário pela adoção de qualquer critério equitativo (perspectiva de rentabilidade da Companhia VS. perspectiva de rentabilidade dos Ativos PT; ou cotação das ações da Companhia em Bolsa VS. Cotação das ações da PT em bolsa ajustado aos Ativos PTP)”;

sss) “afinal, conforme se manifestou a Superintendência de Relações com Empresas, no Parecer SEP:

“89. Verifica-se que, com base nas cotações de mercado das ações das companhias envolvidas, o valor dos Ativos (após a saída de caixa da Portugal Telecom para capitalizar as *holdings* AG e LF, aumentando a dívida líquida (dívida onerosa bruta menos caixa) da Portugal Telecom) seria da ordem de R\$ 3,6 bilhões (item 4 da tabela), significativamente inferior à avaliação mínima acordada no MOU, de R\$ 5,8 BILHÕES (**R\$ 2,2 bilhões de diferença**).” [negrito]

ttt) “no entendimento da SEP, portanto, fosse utilizado o mesmo critério para avaliar a Companhia, de um lado, e os Ativos PT, do outro, verificar-se-ia que, pelo valor de cotação em bolsa, PT estaria sendo avaliada em aproximadamente R\$3,6 bilhões. Isto significa que seria aproximadamente 50% mais vantajoso adquirir as Ações de PT por meio de uma Oferta Pública de Ações no mercado português do que pela maneira como está sendo feita, que avalia PT em superlativos R\$ 5,720 bilhões. A PT é uma empresa de capital aberto com ações listadas em bolsa com elevada liquidez. Portanto nada mais natural do que balizar o valor de seus ativos pelo preço de mercado. Esse critério de absoluta justiça e equidade, no caso, por óbvio e pelos motivos acima expostos, sequer é mencionado ou calculado no Laudo do Santander. Faria mais sentido econômico que a Oi anunciar uma OPA pelas ações da PT que não possui (90%) e esta economizaria um valor material”

u u u) “mas, independente de conjecturas sobre possíveis estruturas mais vantajosas para realização da operação proposta, verifica-se claramente que a adoção deste *duplo critério de avaliação* (subprecificando a Companhia e superprecificando o Patrimônio Operacional da PT) provoca a diluição injustificada dos ‘antigos acionistas’ da Companhia”;

vvv) “pelo valor do patrimônio líquido chega-se à mesma conclusão. Afinal, o valor do patrimônio líquido da PT, em 31 de dezembro de 2013, foi declarado em £ 1,641 bilhão (conforme divulgado em suas Demonstrações Financeiras). Utilizando-se a mesma taxa de câmbio aplicada no Laudo de Avaliação, isto é R\$ 3,27 por £ 1,00, chega-se a um valor de R\$ 5,366 bilhões (já inferior ao valor que lhe foi atribuído na Oferta). Ocorre que, retirando-se deste montante o valor das dívidas que serão incorporadas na Operação Societária (v. item 89, RA/CVM/SEP/GEA-4/No.90/13), chega-se ao montante de R\$ 2,155 bilhão”;

w w w) “ora, além disto, verifica-se que esta ponderação e a escolha do critério determinante deve ser objeto de justificativa pormenorizada. Neste sentido, entendemos que o comando de que trata o Artigo 170, § 7º, da LSA, aplica-se não somente ao preço de emissão das ações, mas a todos os aspectos atinentes à proposta do aumento de capital, incluindo, mas sem se restringir, o critério adotado para a precificação do que está sendo incorporado ao patrimônio da sociedade”;

xxx) “a justificativa utilizada para o critério adotado para avaliação dos Ativos PT não atende a esta exigência. Em nenhum momento é apresentada a ‘justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que terminaram a escolha do critério’. Como os ‘antigos acionistas’ e demais destinatários da Oferta não compartilham do mesmo interesse negocial que os controladores da Companhia, resta evidente que estes precisam saber qual a justificativa válida da utilização deste critério e não outro, **especialmente considerando que qualquer outro critério resguardaria melhor os ‘antigos acionistas’ do efeito dilutivo acima referido.**”;

yyy) “conquanto desnecessário, cumpre registrar que constitui-se em modalidade de abuso de poder de controle ‘ a promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desarrazoadas, inclusive mediante a incorporação sob qualquer modalidade, de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas [...]’, consoante o item VIII, da Instrução CVM no. 323, de 19 de janeiro de 2000. A análise de abuso de poder de controle na proposta da Operação e no próprio MOU ainda é objeto de apreciação da SEP, no âmbito do Processo CVM RJ-2013-10.913”;

DA NÃO EVIDENCIAÇÃO DO CUMPRIMENTO DA EXIGÊNCIA LEGAL DE QUE TRATA O ART. 163, III, DA LSA, ISTO É, DA NÃO COMPROVAÇÃO DA SUBMISSÃO AO CONSELHO FISCAL DA COMPANHIA, PREVIAMENTE À AGE, DA PROPOSTA DA

ADMINISTRAÇÃO RELATIVA AO AUMENTO DE CAPITAL SOCIAL DA COMPANHIA E À INCORPORAÇÃO DE ATIVOS DA PT

zzz) “em terceiro lugar, chamamos atenção para o descumprimento do art. 163, III, da LSA, c/c art. 6º, II, e §1º, da Instrução CVM no. 481, de 17 de dezembro de 2009 (‘IN CVM 481’), que determinam:”

“Art. 163. Compete ao conselho fiscal: [...] III -**opinar sobre as propostas dos órgãos da administração**, a serem submetidas à assembleia geral,**relativas a modificação do capital social**, emissão de debêntures ou orçamentos de capital distribuição de dividendos, transformação, **incorporação**, fusão ou cisão [...]”; (grifou-se)

aaaa) “afinal, no item (1) da Ordem do Dia, é submetida à AGE matéria relativa a modificação do capital social’, isto é, a autorização para modificação do capital autorizado da Companhia. Por sua vez, nos itens (2), (3) e (4) são submetidas matérias relativas à ‘incorporação’ dos Ativos PT ao capital social da Companhia e o conseqüente aumento do capital social desta, isto é, mais uma vez, matéria ‘relativa a modificação do capital social’;”

bbbb) “entretanto, deve-se observar que, até 16 de março de 2014, não havia sido carregado no sistema IPE, desta CVM, a ata da Reunião do Conselho Fiscal em que foi analisada a Proposta da Administração para AGE, nem o eventual parecer que foi lavrado na ocasião; Não é possível afirmar se: (a)houve a referida reunião, mas a Companhia preferiu não dar-lhe publicidade; ou (b) não houve a referida reunião prévia, tendo a administração da Companhia falhado em dar cumprimento ao referido dispositivo legal”;

cccc) “a relevância desta informação dispensa maiores considerações, uma vez que já assentada na jurisprudência desta CVM, nos Processos CVM RJ-2006-0594 e RJ-20050147, de relatoria do Diretor Presidente Marcelo Trindade. Ainda mais considerando que, no caso, assim como nos referido precedentes, trata-se de efetiva Proposta da Administração, conforme consignado na Ata da Reunião do Conselho de Administração, realizada em 19 de fevereiro de 2014, ainda que previamente acordada com acionistas do grupo de controle da Companhia. Importante frisar que na referida Reunião do Conselho de Administração houve a manifestação contrária à Operação e voto negativo do único conselheiro independente, não indicado por acionistas controladores da Oi”;

dddd) “além disto, em precedente igualmente do Diretor Presidente Marcelo Trindade, é relevante, acerca do item (1), da Ordem do Dia, da AGE, o entendimento de que:

“A FCA está sujeita ao regime de capital autorizado, competindo ao Conselho de Administração, neste caso, deliberar a respeito da emissão de ações (art. 6º do Estatuto Social). Como o montante do aumento em questão excedia ao limite do capital autorizado, **coube à Diretoria** (art. 22, ‘i’ do Estatuto Social) **encaminhar a proposta de aumento para pronunciamento do Conselho de Administração** (art. 17, ‘p’ do Estatuto Social), **do Conselho Fiscal (cf. art. 163, III da Lei 6.404/76), e, posteriormente, submetê-la à Assembleia Geral**”;

eeee) “por estas razões, há de se reconhecer a ilegalidade em se submeter a Deliberação as matérias constantes dos itens (1), (2), (3) e (4) da Ordem do Dia da AGE, sem a prévia publicidade da manifestação de opinião do Conselho Fiscal da Companhia”;

DO PEDIDO

ffff) “ante o exposto, requer-se, em caráter cautelar, a interrupção do curso do prazo de convocação da AGE, por até 15 (quinze) dias, com fulcro no art. 3º, da Instrução Normativa CVM nº 372, de 28 de junho de 2002, a fim de que a CVM conheça e analise a legalidade dos itens (1), (2), (3) e(4), da Ordem do Dia da AGE, especialmente naquilo que se refere à aplicação dos arts. 115, §1º; 170, §§1º e 3º, e 163, III, da LSA”;

g g g g) “no mérito, requer-se que sejam analisados os seguintes pontos da proposta submetida à aprovação dos acionistas da Companhia, na AGE:”

- A. “Os acionistas integrantes do grupo de controle da Companhia (controladores direto e indiretos, incluindo aquelas sociedades submetidas por contrato ou societariamente aos mesmos interesses) estão impedidos de votar nas matérias objeto dos itens (1), (2), (3) e (4) da Ordem do Dia da AGE?
- B. A proposta e avaliação dos ativos PT pelo critério econômico-financeiro, determinada pela Companhia e seus controladores, provoca a diluição injustificada dos acionistas da Companhia? Ainda, podem os acionistas da Companhia deliberar adequadamente sobre a matéria, considerando as parcas justificativas que foram apresentadas para a escolha deste critério?
- C. A Companhia evidenciou adequadamente o cumprimento da exigência legal de que trata o art. 163, III, da LSA, isto é, submeter previamente ao Conselho Fiscal a Proposta da Administração relativa ao aumento de capital social da companhia e à incorporação dos Ativos PT para que aquele órgão opine sobre estas matérias: A opinião do Conselho Fiscal deveria ser apresentada quando da convocação da AGE?”;

III. DA MANIFESTAÇÃO DA COMPANHIA

6. Através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/nº074/14, de 17.03.14 (fl. 546) a Oi foi instada a se manifestar sobre o pedido de interrupção, tendo o feito, conforme e-mail datado de 19.03.14 e correspondência protocolada em 20.03.14 (fls. 548/570), nos seguintes principais termos:

a) “fazemos referência ao Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº074/14, acerca do pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da Assembleia Geral Extraordinária da Oi S.A. (“Oi” ou “Companhia”), convocada para ser realizada em 27 de março de 2014 (“Assembleia”), apresentado pela acionista Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações (“Tempo Capital”)”;

- b) “não é de hoje que a Tempo Capital, assim como outros acionistas que atuam em concerto com ela, busca fazer uso de um pedido de interrupção de assembleia para criar obstáculos à tomada de importantes decisões para a Companhia”;
- c) “na verdade, não chega a causar espanto que a Tempo Capital novamente tente postergar uma assembleia da Companhia, ainda que esta tenha sido convocada com mais de 30 dias de antecedência e que os temas a serem deliberados tenham sido tão extensamente discutidos, não só em sede dos Processos Administrativos que correm na CVM, mas também por já terem sido objeto de diversas divulgações pela Companhia”;
- d) “entretanto, no presente caso ainda há algo mais paradoxal e intrigante é que ao mesmo tempo em que e fundos representados ou geridos pela Polo Capital Gestão de Recursos (tal qual o Vinson Fund LLC), apresentaram pedido público de procuração para votar na Assembleia, contraditoriamente querem agora que a assembleia seja interrompida por esta CVM”;
- e) “há muito mais do que poderia se supor em um cândido pedido de interrupção de assembleia”;
- f) “só não vê quem não quer que isto tudo não passa de um jogo maliciosamente orquestrado para ir criando uma sucessão de fatos, meticulosamente vazados para a imprensa, para tentar constranger e criar um falso clamor, fabricado por 2 ou 3, em torno da operação”;
- g) “são sempre esses mesmos – e poucos – acionistas que apresentam reclamações, pedidos de interrupção e criam outros empecilhos à tomada de decisões de grande relevância para o interesse social, mas escondem seu verdadeiro interesse”;
- h) “tornou-se corriqueiro a esse pequeno grupo de acionistas da Companhia – sempre o mesmo grupo! –, cujos interesses e negociações não são desconhecidos dessa i. CVM, a utilização do mecanismo previsto na Lei das S.A. para interrupção da assembleia de uma forma tão repetida e vazia que acaba por banalizar o fundamento que dá importância àquele dispositivo. Como se vê das alegações infundadas feitas no pedido, fica cristalino que não passam de atos *ad emulationem*, como igualmente são as pretensões da Tempo Capital”;
- i) “mais uma vez, a Tempo Capital não tem o menor pudor de mover, desnecessariamente, o aparato da CVM, na medida em que multiplica e desdobra os pleitos e procedimentos, repetindo não só acusações – como o próprio pedido reconhece (cf. pág. 4) – mas também os erros cometidos em suas manifestações anteriores”;
- j) “fato é que parte significativa das matérias expostas no pedido já foi objeto da reclamação pela própria Tempo Capital, analisada pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP e aguarda julgamento pelo Colegiado. Não é crível que a reapresentação de matérias que, repita-se, já estão sendo devidamente analisadas por essa CVM seja pautada pela boa-fé e tenha outro fundamento senão a tentativa de emular e causar tumulto à operação pretendida”;
- k) “a propósito, é indicativo do tipo de estratégia utilizada por estes minoritários o fato de o pedido ter sido protocolado apenas no último dia do prazo regulamentar para sua apresentação. Diante de um prazo de antecedência da convocação de mais de 30 dias, é espantoso que tenha-se aguardado até a data mais próxima da Assembleia para apresentar o pedido repetindo em sua grande maioria, matérias já debatidas alhures, logo por quem vem acompanhando muito de perto a operação. Ao que parece, não é por outra razão senão para causar alvoroço e tentar desorganizar o processo de aprovação, manipular e condicionar não só o mercado, mas também a mídia, comprometendo assim a implementação da operação como um todo, a qual, como já se disse, é vital para os interesses da Companhia. Isso sem falar que a Tempo parece fazer pouco caso do tempo e dos recursos que essa i. CVM tem despendido no exame e discussão desse caso”;
- l) “a Oi já apresentou a esta CVM diversas manifestações a respeito da maioria das matérias constantes do pedido, particularmente no que se refere ao alegado impedimento de voto, as quais a Companhia aqui se reporta, para todos os efeitos, destacando, adicionalmente, o que segue”;

POSSIBILIDADE DE DANO IRREPARÁVEL À COMPANHIA

- m) “mesmo antes de entrar no mérito do pedido, não podíamos deixar de destacar que essa atitude irresponsável da Tempo Capital, se aceita, poderá causar significativos e irreparáveis danos à Companhia”;
- n) “com efeito, a interrupção da Assembleia e, por consequência, os impactos que eventual interrupção poderá ter na operação como um todo, serão lesivos aos interesses da Companhia. Em primeiro lugar, porque gera uma imensa incerteza nos acionistas e no mercado sobre a capacidade da administração implementar a operação da forma que entende mais eficiente e benéfica à Companhia. Não é preciso dizer que o aumento da incerteza sobre os planos futuros da Companhia poderá impactar direta e negativamente o valor de suas ações. Mas isso a Tempo não menciona – levemente só aponta um prejuízo que ela e mais o seu pequeno grupo de acionistas supostamente sofreriam!”;
- o) “em segundo lugar, não se deve esquecer que a consolidação da aliança com a Portugal Telecom representa uma oportunidade única para a Companhia de captação de novos recursos, atração de investidores, fortalecimento de sua estrutura de capital, investimentos em novas tecnologias, bem como o reposicionamento no seu mercado de atuação. A Companhia possui relevantes desafios no seu mercado de atuação e caso ela não tenha o porte financeiro e estrutura de capital necessários a fazer frente aos investimentos exigidos para tanto seus planos poderão ser inegavelmente afetados. Naturalmente, todos esses benefícios dependem diretamente da bem sucedida implementação da operação e dos planos de integração dos ativos da Oi e da Portugal Telecom”;
- p) “em terceiro lugar, é inegável que o mercado brasileiro passa por momento turbulento sendo o presente momento a única janela de mercado da qual a Companhia pode fazer uso para captar junto ao público os recursos de que precisa ainda neste exercício. Obviamente, a interrupção da assembleia e o impacto que esta poderá gerar na realização da oferta pública deixa a Companhia à mercê da estratégia conflituosa e de curto prazo desferida pela Tempo”;
- q) “assim, é extremamente leviana a atitude da Tempo quando diz que os custos de uma interrupção seriam

desprezíveis. É essencial que essa i. CVM atente para os enormes danos que a interrupção da Assembleia poderá trazer à Companhia”;

A ASSEMBLEIA GERAL CONVOCADA PARA 27/03/2014

- r) “a Assembleia Geral que se pretende interromper foi convocada para o dia 27 de março próximo pelo Conselho de Administração da Oi, com a finalidade de (i) aprovar a proposta de alteração do limite do capital autorizado da Companhia, com a consequente alteração do artigo 6º do Estatuto Social; (ii) ratificar a contratação do Banco Santander (Brasil) S.A. para elaboração do laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom SGPS S.A. conferirá ao capital da Companhia; (iii) aprovar o laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom SGPS S.A. conferirá ao capital da Companhia (“Ativos PT”); e (iv) aprovar a proposta de valor dos Ativos PT, para fins de sua contribuição em integralização de ações a serem emitidas pela Companhia”;
- s) “o edital de convocação dos acionistas da Oi para deliberarem sobre essas matérias foi publicado, pela primeira vez, em 21 de fevereiro de 2014, portanto com antecedência de mais de 30 dias”;
- t) “este longo prazo de antecedência foi concedido justamente para permitir que os acionistas da Companhia Oi pudessem se informar e examinar adequadamente, formando seu juízo a respeito das matérias objeto de deliberação”;

A INTERRUPTÃO DA ASSEMBLEIA NÃO CORRESPONDE À VIA ADEQUADA PARA A ANÁLISE DAS MATÉRIAS - A CVM JÁ CONHECE E EXAMINA A OPERAÇÃO DIVULGADA HÁ MESES

- u) “o art. 124, §5º, II da Lei das S.A., cujo procedimento é regulado no art. 3º da Instrução CVM nº 372, de 28 de junho de 2002 (“Instrução CVM nº 372/02”), estabelece que a CVM pode interromper o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia geral extraordinária, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia, informando à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta viola dispositivos legais ou regulamentares”;
- v) “a via prevista nesses dispositivos para que a CVM conheça das propostas a serem submetidas aos acionistas é uma via estreita, ou seja, não comporta extensa análise probatória e somente presta para casos em que a deliberação – e só a deliberação – proposta seja manifestamente ilegal e não haja maior controvérsia sobre a matéria discutida (tal como no Mandado de Segurança, que não admite investigações, dúvidas ou dilação probatória)”;
- w) “o Colegiado no Processo CVM nº RJ2007/8844, deixou evidente o entendimento pacífico no sentido de que a interrupção da assembleia não é cabível quando o prazo de 15 dias for insuficiente para que a CVM chegue a uma decisão a respeito da ilegalidade da matéria proposta, tampouco quando a ilegalidade cogitada não disser respeito à matéria proposta, mas a outros aspectos da deliberação”:

“5. Interpretando este dispositivo[art. 124, §5º, II], o colegiado já decidiu que:

i) a interrupção da assembleia não é cabível quando o prazo de 15 dias for insuficiente para que a CVM chegue a uma conclusão a respeito da legalidade da proposta, o que normalmente ocorre quando a verificação da legalidade depende de dilação probatória;

ii) **a interrupção de prazo tampouco é cabível quando a ilegalidade de que se cogita não disser respeito à proposta submetida à assembleia, mas a outros aspectos da deliberação societária, como o exercício de direito de voto em conflito de interesses ou benefício particular.**” (grifou-se) (trecho de voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto no Processo nº RJ/2007/8844, em 9 de outubro de 2007)”

- x) “vide, a propósito, o que diz a ementa da decisão do Colegiado no referido Processo”:

“Por unanimidade, o Colegiado decidiu, com base no Memo SEP/GEA-4/88/07, de 23.07.07, indeferir o pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia-geral extraordinária da Companhia por não vislumbrar nas propostas submetidas à assembleia geral uma ilegalidade comprovável de plano, passível de ser declarada por meio do procedimento de interrupção de que trata o art. 124, §5º da Lei 6.404/76, c/c com artigo 3º da ICVM 372/02. Adicionalmente, **o Colegiado entendeu que qualquer conclusão quanto a eventual conflito de interesses ou benefício particular do acionista controlador, assim como quanto ao exercício abusivo de poder de controle, somente poderá se dar a posteriori à deliberação, uma vez que, como já decidido em 18.04.2007, no Processo RJ2007/3453, o art. 124, §5º da Lei 6.404/76 fala das “propostas a serem submetidas à assembleia”, mas não das deliberações ou votos.**” (grifou-se)

- y) “a via da interrupção da assembleia, prevista no art. 124, §5º, II, não é a via acertada para se discutir tais matérias, vez que a ilegalidade, para tais fins, deve ser demonstrada de plano, sob pena de a CVM se ver impedida de avaliar tal ilegalidade por meio desse procedimento. O Diretor Pedro Marcílio já dizia isso quando da análise do pedido de interrupção da assembleia da Fosfertil – Fertilizantes Fosfatados S.A. (Processo RJ2007/3453), como se vê abaixo”:

“12. O texto legal não me permite limitar a atuação da CVM em Pedido de Interrupção, apenas a situações em que haja “ilegalidade flagrante”. Aliás, não há, na lei, qualquer delimitação para a extensão ou dimensão da ilegalidade. Ela pode ser flagrante ou sutil, direta ou indireta, de fácil ou difícil análise.

13. O que é relevante, embora não possa ser extraída das palavras da lei, é que a ilegalidade seja comprovada de plano (i.e., independa de dilação probatória adicional). Essa restrição não está presente na lei, mas é consequência do exíguo prazo para a interrupção da assembleia (no máximo, 15 dias), que permite, apenas, uma dilação para que se ouça os esclarecimentos da companhia.

14. Se o direito não for comprovável de plano, não será possível que a CVM manifeste-se sobre a legalidade da proposta em um Pedido de Interrupção. Isso não impede, entretanto, a utilização de outros meios ou processos (abertura de processo administrativo sancionador ou mesmo opinião como amicus

curiae caso haja processo judicial em curso).

15. O raciocínio acima demonstra uma semelhança muito grande entre os requisitos do Pedido de Interrupção e os limites impostos ao Mandado de Segurança em decorrência da exigência de liquidez e direito. A semelhança decorre não da existência de conceito semelhante para o Pedido de Interrupção, mas do exíguo prazo conferido em lei para a interrupção, que não permite outra solução prática a não ser a exigência de "**liquidez e certeza**", como no mandado de segurança.

(...)

Limites da Opinião sobre a Legalidade de uma Deliberação Societária

16. Uma outra questão importante, embora sutil, deve ter resposta, antes da análise do mérito deste Pedido de Interrupção. **Falo da impossibilidade de a decisão da CVM, em Pedido de Interrupção, tratar da legalidade do voto de qualquer acionista (eventual abusividade ou conflito).** Quem impõe essa limitação é o próprio art. 124, §5º, II que, expressamente, fala em análise da legalidade apenas das "propostas a serem submetidas à assembléia" e não das "deliberações" ou dos "votos". **Ou seja, a opinião da CVM independe da atuação dos acionistas com relação a ela (aprovação, rejeição ou mesmo abstenção).**

" (grifou-se) (trechos do voto do Diretor Pedro Marcílio no Processo CVM nº RJ2007/3453)

- z) "estas considerações já seriam suficientes para demonstrar o descabimento do pedido de interrupção. Com efeito, o caso não é de ilegalidade que se comprove de plano. Ao contrário, não há ilegalidade alguma nas matérias submetidas à assembleia; parte das quais, diga-se de passagem, são expressamente sujeitas à deliberação dos acionistas pela própria Lei das S.A., em seu art. 8º";
- aa) "não bastasse tudo isso, não há que se falar na necessidade de a CVM "conhecer e analisar" as matérias objeto da Assembleia. Isso porque, em um primeiro momento a SEP, e, agora, o Colegiado da CVM, já se debruçaram ou continuam analisando detidamente as condições da operação e as questões levantadas no recurso, da qual fazem parte as matérias que serão deliberadas na Assembleia. Há que se dizer, inclusive, que partiu da própria Tempo Capital uma consulta sobre diferentes aspectos da operação, com a qual essa i. CVM tem lidado já há alguns meses";
- bb) "não cabe, portanto, na via apertadíssima do 124, §5º, II, da Lei das S.A, se pretender tratar novamente das questões descritas no pedido";
- cc) "além do mais, no tocante ao item C dos itens listados pela Tempo Capital (submissão do aumento de capital e da incorporação dos ativos PT ao Conselho Fiscal da Companhia), é evidente que não se trata de tema que se coadune com o procedimento de interrupção, já que a modificação do capital social da Companhia não é matéria que será deliberada na Assembleia";
- dd) "ora, é descabido se interromper uma assembleia por conta de matérias que não serão nem mesmo deliberadas naquela assembleia. Análise detida da ordem do dia não deixa mentir: em nenhum momento os acionistas deliberarão alteração do capital social da Companhia; deliberarão, sim, e exclusivamente, sobre a alteração do capital autorizado - que em hipótese alguma se confunde com o aumento de capital - e sobre a avaliação dos ativos que serão futuramente contribuídos pela Portugal Telecom";
- ee) "já no que respeita ao item B das alegações da Tempo Capital, também por este não assiste razão ao pedido. É que, como será demonstrado adiante, não há ilegalidade na utilização do critério econômico-financeiro para determinação do valor dos ativos que serão contribuídos. Ao contrário, trata-se do método de avaliação adequado e o mais usualmente utilizado pelo mercado para avaliação de negócios, atividades, empresas. Quanto à definição do preço de emissão com base nas cotações de mercado, não só é plenamente cabível como é recomendável, diante da necessidade de captação pública dos recursos e também em função da liquidez das ações da Companhia";
- ff) "não obstante tudo isto, não se deve esquecer, evidentemente, que a CVM já conhece e vem examinando exaustivamente a operação e as matérias objeto da Assembleia, o que afasta, de plano, o cabimento do pedido de interrupção. A propósito, não é demais lembrar como já se manifestou a SEP recentemente":

"9. Cabe ressaltar desde logo que os recursos interpostos em relação às manifestações emanadas por esta área técnica quanto aos temas levantados pelos diversos reclamantes relacionados à operação de reestruturação societária do Grupo Oi, dentre os quais se insere as questões trazidas neste pedido de Interrupção de Assembleia, constam da pauta da reunião do Colegiado da CVM agendada para 16.02.12. Isto posto, entendemos que a apreciação pelo Colegiado de tais questões em grau de recurso, caso ocorra na data prevista, tornaria sem objeto o presente pedido.

10. Ademais, deve ser destacado que a operação em tela foi anunciada pelas companhias envolvidas em 24.05.11, através de Fato Relevante, iniciando-se também, naquele momento, o acompanhamento da mesma por esta área técnica (que, em função das reclamações recebidas posteriormente, já se pronunciou sobre diversas questões relacionadas à reestruturação societária em questão).

11. De tal forma, entendemos que o emprego do expediente de interrupção do curso do prazo de convocação de assembléia geral extraordinária, no caso em tela, não se coaduna à finalidade expressa de tal dispositivo, qual seja permitir que "a CVM conheça e analise as propostas a serem submetidas à assembléia", nos termos do artigo 3º da ICVM nº 372/02, uma vez que as informações sobre a operação em questão já foram divulgadas há vários meses.
(grifou-se) (trecho do MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº034/12 emitido pela SEP no Processo nº RJ/2012/1725)

- gg) "muito embora seja evidente o descabimento do pedido de interrupção e sua inaptidão para efeito do art. 124, §5º da Lei, para que não fiquem sem resposta as infundadas alegações da Tempo Capital, passamos a tratar adiante de

alguns temas específicos abordados, sem prejuízo dos argumentos já apresentados em manifestações passadas da Companhia”;

INEXISTÊNCIA DE IMPEDIMENTO DE VOTO DOS ACIONISTAS CONTROLADORES DA COMPANHIA

- hh) “a discussão tocante ao impedimento de voto dos acionistas controladores da Oi com relação à avaliação dos ativos que a Portugal Telecom contribuirá ao capital da Companhia não é nova. Esse tema vem sendo examinado pela CVM e, neste momento, é apreciado pelo Colegiado, em sede de recurso”;
- ii) “como já extensamente detalhado pela Companhia em suas manifestações, não há que se falar em impedimento de voto dos acionistas controladores direto ou indiretos da Companhia, a exceção, naturalmente, da Portugal Telecom e de sua controlada Bratel Brasil S.A. Justamente por essa razão, não se repetirá aqui exaustivamente as razões já aduzidas a esta i. CVM, mas apenas, sinteticamente, se mencionará algumas delas”;
- jj) “com efeito, o fato de uma das etapas da operação consistir em aumentos de capital das holdings de controle da Companhia, cujos recursos serão utilizados para a equalização das dívidas dessas sociedades, não autoriza a conclusão de que há benefício particular nem tampouco conflito de interesses dos acionistas controladores que os impeça de exercer o direito de voto garantido pelas suas ações”;
- kk) “nunca é demais lembrar: não é verdade que o endividamento das holdings de controle será transferido para a Companhia. Afinal, as debêntures que serão emitidas em favor da Portugal Telecom serão integralmente convertidas em ações previamente à incorporação das ações da Oi pela Telemar Participações S.A., e não integram o conjunto de ativos que a Portugal Telecom conferirá ao capital da Companhia. Os recursos utilizados pela Portugal Telecom são seus e ela poderia ter feito o que quisesse com eles, inclusive adquirir outros bens ou distribuir a seus acionistas. E não tivesse a Portugal Telecom utilizado tais recursos para capitalizar as holdings, os chamados Ativos PT naturalmente valeriam muito mais e teriam um efeito dilutivo maior nos acionistas da Oi – em todos eles, inclusive na Telemar Participações”;
- ll) “isso já foi esclarecido, por vezes, pela Companhia, mas infelizmente, ou oportunisticamente, a Tempo Capital se olvida disso e incorre mais uma vez no erro”;
- mm) “de outro lado, vale recordar que o Memorando de Entendimentos celebrado em 02/10/2013 meramente indicava a estimativa da Portugal Telecom sobre o valor de seus ativos que pretendia aportar, inclusive por questão de transparência. Do ponto de vista da Companhia e de seus controladores, jamais se comprometeram com este valor. Sempre deferiram o valor ao laudo de avaliação independente, que, nos termos do art. 8º da Lei das S.A. deveria apurar o valor destes ativos.”;
- nn) “e tanto era uma estimativa que o valor proposto para a assembleia (aprox. R\$ 5,7 bilhões) é, inclusive, menor que o valor indicado no MOU. Em segundo lugar porque os ativos foram avaliados pelo Banco Santander, de forma independente, como exige a Lei das S.A., e com toda responsabilidade daí decorrente”;
- oo) “soma-se a isso o fato de que o Santander não é um banco do relacionamento da Portugal Telecom. Aliás, muito pelo contrário, o Santander foi o banco que assessorou a Sonae na malograda oferta pública para aquisição do controle da Portugal Telecom em 2007, mesmo se dispondo a pagar um prêmio quase 30% superior ao valor de mercado à época”;
- pp) “reitere-se, aliás, que é equivocado assumir que a avaliação de uma sociedade holding detentora de controle dá-se pelo valor de mercado das ações de suas controladas. São diversas as formas de avaliação dessas sociedades, sendo que, não raro, elas são avaliadas com base em outros critérios, a exemplo de múltiplos de EBITDA ou outro parâmetro financeiro que possa adequadamente indicar o valor justo daquele ativo”;
- qq) “a propósito, o cálculo apresentado pela Tempo corresponde a um mero exercício, ensaio sem sustentação técnica. Não se tem conhecimento de um laudo de avaliação que avalie ativos de uma companhia aberta com base na cotação de bolsa desta companhia aberta, descontado outros ativos e incluídos outros e passivos. Seria, com o devido respeito, não um cavalo, mas um camelo. Um verdadeiro Frankenstein. Nem um avaliador sério, ciente de seus deveres e suas responsabilidades, se prestaria a produzir um laudo com base num tal exercício. Com efeito, não se tem notícia que algum avaliador de primeira linha tenha feito – e realmente se duvida que efetivamente faça – um laudo de avaliação nos termos do art. 8º com base em tal “critério” de avaliação, mesmo porque seria um critério sem qualquer sustentação legal. E custa-se a crer que a CVM chancelasse um laudo com estas características”;
- rr) “entretanto, é bom que se diga que mesmo o exercício proposto pelos minoritários, se feito corretamente, demonstra a razoabilidade do valor apurado pelo laudo de avaliação do Santander”;
- ss) “também a SEP sustentou em sua manifestação que o valor de emissão das ações da Telemar Participações deveria ser fixado com base no valor de mercado das ações da Oi. Evidentemente, não é critério correto para os fins de contribuição de ativos ao capital”;
- tt) “e a própria SEP, que agora sustenta ser válido tal cálculo, em hipótese que tratava de avaliação para fins do art. 256, ou seja, meramente informacional, sustentou que não seria possível considerar a cotação de bolsa das ações detidas por uma holding como proxy do valor das ações dessa holding, não cotada em bolsa (PAS RJ2012/12961). Veja-se o que disse a SEP”:

“Em primeiro lugar, prevalece o entendimento de que, no caso da sociedade adquirida não possuir suas ações negociadas em mercado, o critério de cotação em bolsa ou mercado de balcão, disposto no referido dispositivo legal, não se aplica. Não foram identificados precedentes desta Autarquia ou operações divulgadas em mercado em que, sendo a sociedade adquirida de capital fechado, tenham sido consideradas as cotações das ações, de uma controlada ou subsidiárias, para fins da alínea ‘a’ do inciso II do artigo 256.”

- uu) “também merece nota que o cálculo da diferença entre o valor proposto para os Ativos PT e o valor de mercado (cf.

pág. 25), do qual faz uso a Tempo para advogar sua tese do impedimento, é evidentemente equivocada. Isso porque o exercício realizado pela SEP para determinar o valor de mercado dos ativos – o que por si só é errado – não considerou a participação adicional na Oi que a Portugal Telecom passará a deter em função dos aportes nas holdings, nem o percentual da dívida das holdings atribuível à Portugal Telecom”;

vv) “por fim, fazemos aqui um parêntese para dizer que é no mínimo curioso que o pedido abrace a tese do impedimento de voto dos controladores por conflito de interesses, hipótese que nem mesmo a SEP seguiu em sua decisão”;

ww) “além do mais, convém apontar que o próprio signatário o pedido ora respondido não ..a hipótese de impedimento este que supostamente deveria ser verificado antes da deliberação, e também trazer à discussão o Parecer de Orientação nº 34/06, quando o próprio signatário do pedido, representante da Tempo Capital, já se manifestou publicamente de forma contrária ao Parecer de Orientação e pelo fato de conflito de interesses e o benefício particular não configurarem impedimento de voto”;

xx) “os Processos CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213, instaurados no contexto da reestruturação societária envolvendo a Tele Norte Leste Participações S.A., tiveram origem de consultas, uma das quais feita pelo signatário, a respeito da aplicação do Parecer àquela operação. Como o voto vencedor deixa evidente, em sua consulta o signatário do pedido faz diversas críticas aos fundamentos do Parecer, e também que a existência de benefício a determinado grupo de acionistas, em detrimento de outro grupo deles, não pode configurar impedimento de voto”:

“03. A petição do Consulente contém, basicamente, as seguintes críticas:

Crítica #1 Inconveniência de parecer em tese sobre incorporação de ações ou de sociedades. “[P]arece ser inconveniente a edição de parecer de orientação abordando, em tese, questões que – como ocorre em operação de incorporação de sociedade ou de ações – devem ser objeto de análise caso a caso, consideradas as circunstâncias peculiares a cada operação”.

(...)

Crítica #3. **Benefício particular não configura impedimento de voto.** “[T]ambém deve ser ressaltado que a regra constante do artigo 115 da lei das sociedades por ações diz respeito, exclusivamente, a conflito de interesses do acionista em relação à companhia de que ele participe, assim como à obtenção, por um acionista (ou grupo deles) de um benefício particular frente à companhia de que é sócio; **eventual conflito de interesses entre acionistas, bem como a suposta outorga de benefício a determinado grupo de acionistas, em detrimento de outro grupo deles, não pode configurar o impedimento de voto regulado pelo aludido dispositivo.**

Não fosse essa a correta interpretação do referido dispositivo legal, estariam, a toda hora, os acionistas da companhia impedidos de votar, isto porque, na quase generalidade dos casos, surgem situações em que há divergência entre os participantes da companhia quanto aos seus interesses particulares, podendo ser citada, como exemplo, deliberação (a) sobre distribuição de dividendos x retenção de lucros, (b) eleição de membros do Conselho de Administração, (c) fixação da remuneração a ser paga aos administradores da companhia e (d) incorporação de sociedades ou de ações, etc.

O parecer de orientação CVM 34/06, ao abordar a questão, segue linha diversa, quando decide estarem impedidos de votar todos os acionistas titulares de ações ordinárias de emissão da sociedade a ser transformada em subsidiária integral (inclusive aqueles que não integram seu bloco de controle), liberando os titulares de ações preferenciais para manifestar suas vontades, quando da formação da vontade social, como se eles (os titulares de ações preferenciais) não tivessem interesse próprio a preservar” (grifos do original).” (grifou-se) (trecho do voto do Diretor Pedro Marcílio de Sousa nos Processos CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213, em 17 de outubro de 2006)

yy) “em artigo específico sobre esse tema, publicado na Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, o signatário reafirma seu entendimento”:

“Nesse sentido o ponto básico é um só, desde logo apresentado pela lei, e do qual defluem os demais comandos legais: ‘O acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia’. O abuso de direito e o conflito de interesses decorrem da desobediência a tal comando básico: se o voto não satisfaz a tal preceito não é direito, é violação do direito. Ao explicitar, pedagogicamente, que é abusivo o voto com o fim de causar dano à companhia ou aos demais acionistas, ou ainda, se visa a obter para o acionista ou para terceiro vantagem a que não faz jus e de que possa resultar danos para a companhia ou para os demais acionistas, a lei apenas desdobra consequências do enunciado básico.” (Obra citada, p. 238)

Em relação ao conflito de interesses (referido no art. 115) alinho-me com a expressiva maioria dos especialistas que sustenta tratar a lei de conflito substancial, que só pode ser verificado caso a caso, depois de proferido o voto, para apurar se o acionista sacrificou efetivamente o interesse da companhia ao seu próprio interesse, violando, assim, o comando básico que deve ser cumprido quando ele manifesta a sua vontade no processo de formação da vontade social.

Não há, portanto, a meu juízo, impedimento de voto pela circunstância de o acionista, incumbido de votar, ser contraparte da sociedade.

Não se pode presumir, de antemão, que o acionista, ao participar da formação da vontade social, estará sempre pretendendo privilegiar seu interesse em detrimento do interesse da companhia que se encontra sob seu comando.

Cabe ao acionista, e só a ele, como bem lembrado por Luiz Antonio Sampaio Campos, julgar se está ou não em conflito de interesse, no sentido de que somente ele poderá, de antemão, saber se irá privilegiar algum interesse, até mesmo porque “não se pode afastar a hipótese de que um acionista detentor de

interesse irreconciliável com o da companhia, ao cabo, opte pelo interesse social”.

Lembro que a lei não veda a participação do acionista, inclusive o controlador, em negócio contratado com a companhia de que ele é membro. Quando a lei, em seu art. 117, §1º, f, exemplifica, dentre as hipóteses de abuso de poder, a contratação, pelo controlador, com a companhia, “em condições de favorecimento ou não equitativas”, ela admite como legítima a contratação que é pactuada em condições de mercado, sem qualquer favorecimento ao acionista. Na mesma linha de raciocínio, o art. 245 da lei admite que a sociedade controladora possa contratar com sociedades controladas observando condições estritamente comutativas e com pagamento remuneratório adequado.

A regra constante do art. 115 da Lei das Sociedades por Ações diz respeito, exclusivamente, a conflito de interesses do acionista em relação à companhia de que ele participe, assim como à obtenção, por um acionista (ou grupo deles) de um benefício particular frente à companhia de que é sócio; eventual conflito de interesses entre acionistas, bem como a suposta outorga de um benefício a um grupo de acionistas, em detrimento de outro grupo deles, não pode configurar o impedimento de voto regulado pelo aludido dispositivo.

Não fosse essa a correta interpretação do referido dispositivo legal, estariam, a toda hora, os acionistas da companhia impedidos de votar, isto porque, na quase generalidade dos casos, surgem situações em que há divergência entre os participantes da companhia quanto aos seus interesses particulares, podendo ser citada, como exemplo, deliberação (a) sobre distribuição de dividendos x retenção de lucros, (b) eleição de membros do Conselho de Administração, (c) fixação da remuneração a ser paga aos administradores da companhia e (d) incorporação de sociedades ou de ações etc.” (Luiz Leonardo Cantidiano, “Análise crítica do Parecer de Orientação CVM 34” In: Revista de Direito Bancário. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 41, jul./set. 2008, p. 138 e 139)

zz) No mais que diga respeito ao voto dos controladores, a Companhia faz referência às suas razões aduzidas em seu recurso ao Colegiado e nas demais manifestações apresentadas a essa i. CVM.

NÃO HÁ ILEGALIDADE NA AVALIAÇÃO DOS ATIVOS PELO SEU VALOR ECONÔMICO OU NA FORMAÇÃO DO PREÇO DE EMISSÃO COM BASE NO VALOR DE MERCADO DAS AÇÕES

aaa) “preliminarmente, são necessárias algumas considerações. A Portugal Telecom contribuirá ao capital da Companhia participações acionárias nas sociedades que detêm a totalidade dos ativos operacionais da Portugal Telecom, exceto as participações direta ou indiretamente detidas na Oi, na Contax Participações S.A. e Bratel, BV, e os passivos da Portugal Telecom na data da contribuição (“Ativos PT”)”;

bbb) “não há, portanto, aporte de ações da Portugal Telecom, mas de participações nas sociedades que detêm os ativos operacionais. Esses ativos, como já mencionado em outras manifestações, não são negociados publicamente – é preciso que fique claro. Não havendo negociação pública, não há que se falar em valor de mercado, como erradamente assume a Tempo Capital”;

ccc) “os Ativos PT serão conferidos por valor proposto com base no laudo de avaliação preparado pelo Banco Santander, que avaliou os Ativos PT com base no critério econômico-financeiro. O Banco Santander apurou o valor dos Ativos PT com base na metodologia do fluxo de caixa descontado (DCF) e de múltiplos de mercado, tendo considerado o DCF a metodologia mais adequada, como expressamente destaca o laudo “o *Equity Value da PT Ex-Brasil encontra-se no intervalo entre BRL 5,3 bilhões e BRL 5,9 bilhões, considerando a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado, a mais adequada de acordo com o entendimento do Santander*””;

ddd) “como é sabido, a avaliação econômica de empresas é bastante usual no mercado e tradicional, e não algo exótico como o exercício feito pela Tempo Capital”;

eee) “o critério de avaliação pelo valor patrimonial ou patrimonial a preços de mercado para os ativos seria claramente inadequado, conforme, doutrina também deixa claro”:

“A adoção desse método de aferição de valor empresarial, adotado em todo o mundo, decorre do consenso de que esse critério é fundamental para a verificação do valor de uma companhia. **A empresa vale não mais por seu patrimônio líquido contábil, mas por sua capacidade de produção de dinheiro, sua rentabilidade futura, medida através do fluxo de caixa descontado**, como dissemos em nossos Comentários:

“O valor de fluxo de caixa descontado comumente requer previsões explícitas dos fluxos de caixas livres, a disposição dos acionistas de uma companhia. E o fluxo de caixa livre assinala o lucro projetado da empresa; adicionando-se os itens que não representam mais saída de caixa (depreciações e amortizações) e diminuindo-se as necessidades financeiras de investimento (fixo ou de capital de giro)” (Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, São Paulo, Saraiva, 3.ed.,2003, v.3, p. 491)

Dessa forma, o fluxo de caixa demonstra o quanto a empresa é rentável e saudável, daí resultando seu valor econômico.

E é exatamente porque o valor econômico de uma empresa relaciona-se diretamente com suas perspectivas de rentabilidade que a metodologia hoje universalmente utilizada para avaliação de sistemas produtivos é determinada pela técnica de fluxo de caixa descontado, que veio a substituir o critério de valor histórico ou patrimonial dos bens e direitos.

Não se empresta mais relevância ao valor contábil de mercado de maquinários, instalações, empréstimos, contratos, mas aos resultados futuros que a empresa terá com sua utilização sistemática.

Tal método tem sido utilizado não apenas pelas empresas privadas para operações de compra

e venda, incorporações, cessões de controle etc., mas também pelo Governo nas recentes privatizações, como, por exemplo, no Sistema Telebrás.” (grifou-se) (Carvalhosa, Modesto. “Estudos de direito empresarial/Modesto Carvalhosa, Nelson Eizirik. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 147 e 148)

fff) “logo, não paira maior dúvida sobre o critério econômico representar o método de avaliação mais adequado para a determinação do valor dos Ativos PT, sobretudo considerando não haver preço de mercado para tais ativos”;

ggg) “aliás, trata-se de critério indubitavelmente aceito pela CVM na avaliação de companhias, conforme deixa inequívoco a própria Instrução CVM nº 361/02 e os laudos apresentados nas OPAs registradas pela CVM”;

hhh) “é natural que o aporte dos Ativos PT acarrete um aumento da participação da Portugal Telecom na Oi, e, em contrapartida, na diluição das participações dos acionistas minoritários. Essa diluição decorre não do critério de avaliação utilizado, mas do fato de que a Portugal Telecom está contribuindo à Companhia ativos geradores de aproximadamente R\$3,5 bilhões de EBITDA. Uma vez avaliados, os bens (sejam eles participações societárias, máquinas, direitos ou o que quer que seja passível de avaliação pecuniária) se tornam um montante em reais, equivalente a dinheiro”;

iii) “essa diluição não é injustificada, como proíbe a Lei das S.A. Ao contrário, é fundamentada em laudo de avaliação e na adoção de critério de avaliação aceito e usual em operações de mercado, como a própria CVM reconhece”;

jjj) “também no que toca ao preço de emissão das ações, são mais uma vez irresponsáveis as alegações da Tempo Capital. Com efeito, o pedido se cala sobre o fato de que a Companhia, por meio de aumento de capital, busca obter os recursos – os quais, aliás, em valor maior que os ativos PT – necessários ao fortalecimento da sua estrutura de capital e para fazer face aos significativos investimentos exigidos nas suas atividades. Como se trata de uma captação pública, é natural que o preço seja determinado com base no procedimento de *bookbuilding*, por motivos lógicos e óbvios, haja vista que a fixação de um preço superior aquele que o mercado está disposto a pagar tornaria a oferta fadada ao insucesso”;

kkk) “como é sabido, o mercado passa por uma fase turbulenta e de incertezas, não muito acessível à ofertas públicas, o que torna uma oferta de cerca de R\$ 7/8 bilhões – que por si só, num ambiente de euforia, já seria difícil – um desafio a concretizar”;

III) “e, cumpre lembrar, a CVM já há muito aceita a coleta de informações de investimento como meio para se aferir o preço justo de emissão das ações”:

“32. Em sentido análogo, a defesa trouxe o convincente argumento de que mesmo a CVM já aceita a coleta de intenções de investimento de investidores institucionais (que não sejam partes relacionadas ao coordenador, a companhia ou aos controladores) conduzidas pelos bancos coordenadores de uma distribuição pública de ações (processo de *bookbuilding*) como uma das formas de averiguar a adequação do valor de emissão de novas ações e, conseqüentemente cumprir com o comando do art. 170, §1º, da Lei da Lei nº 6.404, de 1976.

33. A CVM tem, portanto, reconhecido que o valor justo das ações pode ser aferido por um processo de negociação entre partes independentes **e que o preço de emissão numa oferta pública de ações pode ser determinado pela composição das intenções de investimento de partes não relacionadas à companhia ou aos coordenadores.**” (grifou-se) (trecho de voto da Diretora Luciana Dias no Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2009/8316, em 9 de abril de 2013)

mmm) “assim, a adoção de um valor superior ao preço de mercado para fixação do preço de emissão no aumento de capital inviabilizaria a oferta e, conseqüentemente, cairiam por terra as ambições da Companhia de levantar os recursos imprescindíveis ao projeto que se pretende com a operação”;

nnn) “a propósito, ao analisar o pedido de interrupção do prazo de antecedência da AGE do Banco Bradesco S.A. (Processo CVM RJ-2010-17202), a área técnica da CVM assim se manifestou sobre a fixação do preço de emissão”:

“Além de a própria proposta esclarecer eventual dúvida decorrente do texto da justificativa para o critério escolhido, **é pacífico o entendimento segundo o qual, no caso de significativa liquidez, o melhor critério para a fixação do preço de emissão é o de mercado**” (grifou-se) (RA/CVM/SEP/GEA-3/nº 119/10)

ooo) “finalmente, não é demais lembrar que as ações entregues à Portugal Telecom mediante a contribuição dos Ativos PT serão subscritas pelo mesmo preço de emissão determinado com base no *bookbuilding* da oferta”;

ppp) “no caso, portanto, não há qualquer irregularidade ou prejuízo aos acionistas não controladores pela escolha dos critérios para avaliação dos Ativos PT e para determinação do preço de emissão no aumento”;

qqq) “por fim, é lamentável que a Tempo Capital assumia que seria mais vantajoso à Companhia em uma OPA no mercado português do que por meio do aumento de capital que se estruturou. Primeiro porque não haveria como se garantir a aquisição de 100% das ações da PT. Depois porque tal fato geraria uma imensa participação recíproca”;

rrr) “para mostrar tal insanidade e a falta de seriedade do que se diz no pedido, cite-se o caso da oferta pública de aquisição feita pela Sonae, com o objetivo de adquirir o controle da Portugal Telecom. Mesmo tendo apresentado uma oferta por um múltiplo implícito de 7,0x EBITDA – logo superior aquele do laudo do Banco Santander – sua proposta foi rejeitada pela assembleia de acionistas da Portugal Telecom. Além disso, um apanhado de operações de mercado recentes mostra que, para que se adquira o controle de uma companhia por meio de uma oferta pública, o ofertante deve oferecer um prêmio no mínimo 25% superior ao valor de mercado da ação, de modo que não se deve presumir o preço de mercado da ação como balizador da compra de controle em bolsa. E muitas delas, mesmo com prêmio, não logram êxito, como foi o caso da própria OPA da Sonae”;

- sss) Nesse ponto em particular, questiona a Tempo Capital a não submissão pela Companhia ao seu Conselho Fiscal das matérias constantes na ordem do dia, sob suposto fundamento de que as referidas matérias seriam parte de Proposta da Administração “*relativa ao aumento de capital social da companhia*”;
- ttt) “em primeiro lugar, vale abrir um parêntese para lembrar que é muito comum, em ofertas públicas, utilizar-se do regime do capital autorizado para aprovação do aumento de capital, como mecanismo para conferir uma maior eficiência e agilidade na colocação de ações no mercado.”;
- uuu) “nada obstante, não há dúvidas sobre a obrigatoriedade da realização de reunião do Conselho Fiscal para opinar sobre aumento do capital social, o que naturalmente será feito pelo Conselho Fiscal da Companhia, em seu tempo quando da efetiva deliberação sobre o aumento do capital”;
- vvv) “contudo, é imprescindível notar que não há na proposta da administração relativa à Assembleia, nem na respectiva ordem do dia, proposta de qualquer matéria que implique na modificação do capital social da Companhia”;
- www) “é evidente que a competência do Conselho Fiscal, conforme prevista pelo art. 163, III da Lei das S.A., é limitada a opinar sobre aquelas propostas da administração que tratem especificamente das matérias ali previstas, dentre as quais está a modificação do capital social da companhia, para mais ou para menos”;
- xxx) “em outras palavras, a Lei requer a manifestação do Conselho Fiscal sempre que se for deliberar a respeito do aumento ou redução do capital social, cabendo aos acionistas da companhia, se assim desejarem, aumentarem o rol de competências do Conselho Fiscal, mediante previsão estatutária, o que, adianta-se, não é o caso da Companhia”;
- yyy) “nessa linha, é a lição do ilustre Professor Nelson Eizirik. Confira-se”:
- “Também é do conselho fiscal, como órgão, a competência prevista no inciso III, de opinar sobre propostas de: (i) modificação do capital social, ou seja, seu aumento ou redução; (ii) emissão de debêntures ou bônus de subscrição; (iii) planos de investimento ou orçamentos de capital; (iv) distribuição de dividendos; (v) operações de transformação, incorporação, fusão ou cisão”.** Trata-se de enumeração não exaustiva, que eventualmente pode ser aumentada pelo estatuto social. **Inexistindo disposição estatutária, não tem o conselho fiscal competência para opinar sobre matérias não previstas na Lei das S.A.** (grifou-se) (Nelson Eizirik, A Lei das S/A Comentada, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 450)
- zzz) “com efeito, não pode prosperar a alegação de que deveria o Conselho Fiscal se manifestar sobre a alteração do limite do capital autorizado da Companhia, nem tampouco sobre a contratação da empresa especializada responsável pela elaboração do laudo de avaliação dos Ativos PT, o laudo de avaliação propriamente dito e a proposta de valor dos Ativos PT, uma vez que nenhuma possui o condão de modificar o capital social da Companhia, conforme determina o art. 163, II da Lei das S.A. Por mais que a Tempo Capital queira ampliar a interpretação daquele dispositivo, não há comando legal ou estatutário que determine a competência do Conselho Fiscal para opinar sobre estas matérias”;
- aaaa) “não cabe ao Conselho Fiscal opinar sobre a alteração do limite do capital autorizado, uma vez que a alteração do limite do capital autorizado em nada modifica o capital social. Isto porque, diferentemente do capital social, que possui a função de servir como garantia patrimonial aos credores, além de sua função estrutural-organizativa^[1], o capital autorizado é meramente uma cifra, que representa o montante que o capital social poderá vir a ser aumentado, independentemente de reforma estatutária, alteração essa que poderá ocorrer ou não. Trata-se, em verdade, de uma simples alteração estatutária, sem qualquer reflexo na contabilidade ou nas finanças da companhia”;
- bbbb) “como bem lembra o professor Tavares Guerreiro, em sua monografia “Regime Jurídico do Capital Autorizado”, coexistem na Lei das S.A., o regime de capital fixo e o regime especial do capital autorizado, o qual em nada se confunde com o primeiro”:
- “Coexistem, pois, na Lei nº 6.404, o regime de capital fixo, estipulado no estatuto (art. 5º), inclusive quanto ao número em que o capital fixo se divide (art. 11), e uma especial sistemática de autorização estatutária para aumentos (art. 168), assim consubstanciando uma peculiar disciplina: (...)”
- cccc) “sobre esse aspecto e frisando a distinção entre o capital social e o capital autorizado, continua a discorrer o Professor Guerreiro”:
- “Isso nos leva a concluir que o capital autorizado, entre nós, **não é verdadeiramente capital**, nem tampouco se confunde sua realidade com o do capital social propriamente dito.” (José Alexandre Tavares Guerreiro. Regime Jurídico do Capital Autorizado. 1983) (grifou-se)
- dddd) “portanto, “capital autorizado” não é “capital social””;
- eeee) “conforme adiantado acima, portanto, não há modificação do capital social da Companhia, em razão das deliberações da Assembleia. Nada impede, por exemplo, que as matérias propostas sejam aprovadas e o aumento de capital não seja aprovado ou concluído, e daí o caráter eventual destacado pelo Professor Guerreiro”;
- ffff) “dessa forma, somente quando da efetiva emissão de ações (i.e. modificação capital social) é que o Conselho Fiscal deverá opinar sobre a sua modificação, aí sim, como exige a Lei”;
- gggg) “nesse sentido, é o entendimento de Modesto Carvalhosa”:

“O parecer do Conselho Fiscal, nos casos previstos na norma, é obrigatório, sendo ineficaz a deliberação da assembleia geral ou do Conselho de Administração, se faltar aquele documento.

Também o aumento de capital, dentro do limite autorizado (art. 171), demanda parecer do Conselho

Fiscal, apresentado ao próprio Conselho de Administração ou à assembleia geral, conforme o caso”. (Modesto Carvalhosa. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 497).

“Para adoção do regime de capital autorizado, a companhia necessita preencher uma série de requisitos e formalidades. Possuirá Conselho de Administração, **as emissões deverão receber o parecer do Conselho Fiscal**, se em funcionamento (art. 166), *o quantum* do aumento deve estar previsto no estatuto”. (Modesto Carvalhosa. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 513).

hhhh) “na mesma linha, ensina Mauro Penteadó”:

“No que tange aos aumentos de capital ordinários, cabe ao estatuto definir, em havendo conselho de administração, se compete a este órgão ou à diretoria elaborar a proposta a ser submetida aos acionistas. Por certo, a diretoria, órgão executivo da sociedade, em razão da sua proximidade com os negócios sociais, avaliará, em primeiro lugar, a necessidade do aumento de capital, providenciando, se for o caso, a elaboração de estudos preparatórios que se traduzirão na proposta justificativa, a ser submetida ao conselho de administração. Este, no regime de capital autorizado, deliberará sobre **a emissão das ações à vista desse documento e do parecer do conselho fiscal**”. (Mauro Rodrigues Penteadó. Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 241).

iiii) “assim, somente quando da deliberação sobre a modificação do capital social e a emissão de ações, deverá o Conselho Fiscal se manifestar, nos termos da Lei”;

jjjj) “aliás, as Companhias Oi procedem de forma consistente. A Tele Norte Leste Participações S.A., quando da aprovação de aumento de seu capital dentro do limite do capital autorizado, em 07/12/2010, submeteu à sua assembleia geral extraordinária proposta de alteração do limite de seu capital autorizado, sem que fosse realizada reunião do Conselho Fiscal sobre a matéria, o qual foi ouvido e deu parecer mais à frente no tempo, por ocasião da efetiva aprovação do aumento de capital pelo Conselho de Administração, no início de 2011”;

kkkk) “vale frisar que, naquela ocasião, não se teve notícia de qualquer reclamação por parte de acionistas sobre o entendimento da TNL, nem tampouco posição contrária por parte desta i. Autarquia. Lembramos, inclusive, que a Companhia recebeu, posteriormente, Ofício de Alerta com relação a alguns aspectos do aumento de capital, sem que tivesse sido abordada a necessidade de realização de reunião do Conselho Fiscal para deliberar sobre a alteração do limite do capital autorizado”;

llll) “de outro lado, como se sabe, o laudo de avaliação dos Ativos PT foi elaborado para os fins do art. 8º da Lei das S.A. e não há, em nenhum dos seus seis parágrafos, qualquer menção à necessidade de manifestação do Conselho Fiscal sobre a aprovação do laudo de avaliação ou da contratação dos avaliadores responsáveis por sua elaboração. Naturalmente, caso fosse esse o intuito da Lei, assim teria determinado o legislador, mas o fato é que ele assim não o fez”;

CONCLUSÃO

mmmm) Por todos os motivos aqui expostos, entende a Oi que não há qualquer vício ou ilegalidade nas deliberações, mas, pelo contrário, as matérias atendem a todos os critérios e princípios previstos na legislação e regulamentação aplicável”;

nnnn) Dessa forma, a Oi requer a essa d. CVM que indefira o pedido de interrupção, mantendo a data prevista para a Assembleia, já que todos os procedimentos relacionados à Assembleia exigidos na lei e na regulamentação da CVM foram devidamente cumpridos, não havendo ilegalidade com relação à Assembleia, seus documentos ou às matérias a serem nela deliberadas”;

oooo) Finalmente, convém afastar o argumento da Tempo Capital de que não haveria prejuízo na interrupção da Assembleia. A só interrupção da Assembleia causará prejuízos incalculáveis para a companhia e seus acionistas, sem prejuízo do inestimável dano de imagem. E tudo isso em benefício de mais essa aventura da Tempo Capital”.

IV. ANÁLISE

7. O artigo 124 da Lei nº 6.404/76, regulado pela CVM através da ICVM nº 372/02, dispõe, em seu §5º, que:

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia:

(...)

II - interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembléia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembléia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembléia viola dispositivos legais ou regulamentares.

8. Primeiramente, cabe registrar que o presente pedido foi encaminhado em 17.03.14, com oito dias úteis de antecedência da AGE marcada para 27.03.14, pelo que o requerimento formulado é **tempestivo**, nos termos do art. 2º, §2º, da Instrução CVM nº 372/02.

9. O pedido de interrupção apresentado pela Tempo Capital baseia-se em três questões, a saber:

- a) “os acionistas integrantes do grupo de controle da Companhia (controladores direto e indiretos, incluindo aquelas sociedades submetidas por contrato ou societariamente aos mesmos interesses) estão impedidos de votar nas matérias objeto dos itens (1), (2), (3) e (4) da Ordem do Dia, da AGE?”;
- b) “a proposta de avaliação dos Ativos PT pelo critério econômico-financeiro, determinada pela Companhia e seus controladores, provoca a diluição injustificada dos acionistas da Companhia? Ainda, podem os acionistas da Companhia deliberar adequadamente sobre a matéria, considerando as parcas justificativas que foram apresentadas para a escolha deste critério?”; e
- c) “a Companhia evidenciou adequadamente o cumprimento da exigência legal de que trata o art. 163, III, da LSA, isto é, submeter previamente ao Conselho Fiscal a Proposta da Administração relativa ao aumento de capital social da companhia e à incorporação dos Ativos PT para que aquele órgão opine sobre estas matérias? A opinião do Conselho Fiscal deveria ser apresentada quando da convocação da AGE?”.

10. Esclarecem os peticionantes que, ressalvado pelo item b, acima, as ilegalidades apontadas dizem respeito não à ordem do dia, em si, mas (i) ao procedimento de votação anunciado pela Companhia e que incluiria acionistas com claro conflito de interesse (item a); e (ii) a inobservância de requisitos necessários à adequada e informada deliberação dos itens constantes da ordem do dia, da AGE (item c).

1º Ponto: Impedimento de Voto

11. O primeiro fundamento trazido pela Tempo Capital para requerer a interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da AGE de 27.03.14 refere-se ao impedimento de voto dos acionistas controladores em relação à avaliação dos bens da Portugal Telecom (“Ativos PT”) a serem contribuídos no aumento de capital da Oi.

12. Quanto a este assunto, cabe ressaltar desde logo que foi pautada para a reunião do Colegiado a realizar-se em 25.03.14 a deliberação sobre o recurso contra a decisão da SEP interposto pela Oi que abrange, entre outros aspectos, o eventual benefício particular dos acionistas controladores da Companhia na operação que ora se discute e seu consequente impedimento de voto na AGE de 27.03.14.

13. Isto posto, entendo que **a apreciação pelo Colegiado de tal questão em grau de recurso, caso ocorra na data prevista, tornaria sem objeto o presente pedido no que diz respeito a este ponto.**

14. Em que pese o assunto tenha sido exaustivamente analisado pela SEP no âmbito de consulta apresentada pela própria Tempo Capital (Processo CVM Nº RJ-2013-10913), entendo pertinente tecer as considerações abaixo.

15. Em breve síntese, o entendimento da SEP sobre a matéria (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”.

16. E ainda, “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”.

17. A demonstração da existência do benefício particular consta dos Relatórios de Análise RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº090/13, de 27.12.13 (“RA 90/13” – cópia às fls. 213/262) e RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº007/14, de 11.02.14 (“RA 07/14” – cópia às fls. 269/299), pelo que não será repetida no presente relatório.

18. Como já descrito em ocasiões anteriores, a Operação, ainda que seja composta de diversas etapas, deve ser abordada como um todo, pois suas etapas são interdependentes e indissociáveis. A não ocorrência de uma das etapas da Operação prejudica às demais etapas, conforme explicitamente informado pela Companhia nos Fatos Relevantes e nas diversas manifestações que apresentou sobre a Operação.

19. Nesta ótica, é importante registrar que o benefício particular que dá causa ao impedimento de voto dos acionistas controladores da Oi está relacionado **diretamente à Operação**. O equacionamento da dívida das holdings dos controladores, bem como o recebimento de um prêmio pelas ações de controle, apenas serão atingidos com a consecução de todas as etapas da Operação.

20. Desta forma, não há que se falar que tais benefícios, obtidos apenas pelos controladores e não pelos demais acionistas da Oi na Operação, sejam benefícios indiretos. A Operação deve ser encarada em sua totalidade, e cada etapa deve ser analisada sob este prisma, evitando-se uma visão “míope” e limitada da realidade.

21. Para esclarecer a distinção entre benefício direto e indireto, vale citar o voto do ex-Presidente Marcelo Trindade prolatado no âmbito do Processo CVM Nº RJ-2006-6785 (Tele Norte Leste Participações S.A.):

*“29. 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.*

30. 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". (grifos nossos)

22. No citado voto, são dados exemplos de vantagens indiretas relacionadas a uma deliberação. Representam situações bastante distintas da aqui analisada. A grande diferença resume-se em que o benefício indireto representa uma decorrência completamente apartada da deliberação tomada na assembleia.

23. No caso concreto, o benefício é advindo diretamente da deliberação da Operação como um todo (da qual a deliberação sobre a avaliação dos Ativos PT representa uma etapa indissociável das demais), a qual foi estruturada de forma a gerar tal benefício. Ou seja, o benefício dos acionistas controladores no presente caso é intrínseco à própria Operação e não deriva de um fato ou uma decisão que os próprios controladores tomaram ou tomarão, sem qualquer relação com a Operação (como os exemplos citados no referido voto).

24. Transcrevo as palavras constantes do Parecer de Orientação CVM nº 34/06, as quais se encontram perfeitamente adequadas à presente situação: *“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”*.

25. Vale também efetuar considerações de cunho regulatório e institucional sobre este ponto: entendo que a adoção de um posicionamento na linha de que, no caso concreto, não haveria impedimento de voto porque o benefício particular dos controladores não seria alcançado especificamente com a deliberação sobre a avaliação dos Ativos PT (mas apenas com as outras etapas da Operação) representaria uma autolimitação à atuação desta Autarquia.

26. É certo de que a Companhia, seus acionistas (controladores e minoritários) e o mercado em geral enxergam a deliberação sobre a avaliação dos Ativos PT, a ocorrer na AGE de 27.03.14, no contexto da Operação como um todo. Não reconhecer o benefício particular do controlador na operação em tela com a justificativa de que não se trata de um benefício direto seria fechar os olhos à realidade dos fatos e se ater apenas a uma fração, quando o contexto é muito mais amplo.

27. Também é importante consignar que, em meu entender, a constatação da existência do impedimento de voto dos controladores **não representa um avanço na interpretação das proteções aos minoritários existentes na legislação**. Trata-se tão somente de uma consequência natural do atual estágio de entendimento que a CVM apresenta sobre o tema.

28. Os avanços foram sim alcançados ao longo dos últimos anos, com a edição dos Pareceres de Orientação CVM nº 34/06 e 35/08 e a tomada de decisões importantes, como nos Processos CVM nºs RJ-2009-5811 (Duratex/Satipel) e RJ-2009-13179 (Tractebel), entre outros.

29. Entender que não há impedimento de voto no presente caso **representaria um retrocesso ao estágio em que nos encontramos**, minando os salutares e amplamente reconhecidos avanços da CVM sobre o tema.

2º Ponto: Diluição injustificada

30. O segundo argumento trazido pela Tempo Capital refere-se a uma eventual diluição injustificada dos acionistas da Oi, provocada pela adoção do critério econômico-financeiro para avaliar os Ativos PT, enquanto as ações da Companhia serão precificadas pelo processo de *bookbuilding* no aumento de capital que ocorrerá na Operação.

31. A Acionista também questiona se é possível deliberar sobre a avaliação dos Ativos PT na AGE convocada para 27.03.14, considerando, em suas palavras, as *“parcas justificativas que foram apresentadas”* para a escolha do critério econômico-financeiro.

32. Este tema, conforme afirma a Tempo Capital, é o único dos três apresentados em seu pedido de interrupção que diz respeito diretamente à ordem do dia da referida AGE. Desta forma, não haveria dúvida sobre a pertinência de analisá-lo no âmbito deste processo de cognição sumária.

33. Ao contrário do ponto anterior, que já havia sido objeto de detida análise pela SEP, esta questão sobre a diluição injustificada está sendo apreciada por esta área técnica pela primeira vez, dado que, por se tratar de aumento de capital por subscrição pública, todos os temas atinentes ao aumento de capital (incluindo os procedimentos para a avaliação de bens que serão conferidos às companhias nesse processo) são de natural competência da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE.

34. Todavia, conforme determina a Instrução CVM nº 372/02, a incumbência da análise de pedidos de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de assembleias gerais de acionistas é da SEP, de modo que tal tema deve ser enfrentado no presente expediente.

35. Assim, registre-se que, em relação a este ponto, o entendimento da SEP está sendo tomado com base em uma análise perfunctória, devido ao exíguo prazo disponível para a análise da questão.

36. Antes de adentrar a análise propriamente do tema, cabe tecer algumas considerações a respeito de argumentos utilizados pela Companhia em sua manifestação em sede do presente pedido de interrupção.

37. A Oi faz algumas ilações sobre a análise da SEP, realizada nos já citados RA 90/13 e RA 07/14, sobre a avaliação dos Ativos PT, que precisam ser enfrentadas nesta oportunidade.

38. Em sua manifestação, a Companhia afirma que *“a SEP sustentou em sua manifestação que o valor de emissão das ações da Telemar Participações deveria ser fixado com base no valor de mercado das ações da Oi”*.

39. A Companhia se equivoca. Na análise efetuada, a SEP não afirmou qual deveria ser o critério para avaliar as ações da Telemar Participações S.A. ou de qualquer outra companhia. Não nos manifestamos sobre o mérito dos critérios utilizados, apenas foram realizados exercícios e constatações para demonstrar a existência do benefício particular (já descrito anteriormente) e da interligação entre as diversas etapas da Operação.

40. Também a Companhia afirma que *“a própria SEP, que agora sustenta ser válido tal cálculo [cotações em bolsa] em hipótese que tratava de avaliação para fins do art. 256, ou seja, meramente informacional, sustentou que não seria possível considerar a cotação de bolsa das ações detidas por uma holding como proxy do valor das ações dessa holding, não cotada em bolsa (PAS RJ2012/12961)”*.

41. Novamente a Oi traz uma interpretação errônea. A decisão da SEP, no âmbito do citado PAS RJ2012/12961, foi de que, **considerando as características daquele caso concreto**, não se poderia considerar a cotação das ações de uma controlada ou subsidiária para avaliar a sociedade controladora de capital fechado, **para fins da alínea ‘a’ do inciso II do artigo 256 da LSA**. Ou seja, este entendimento **está restrito à aplicação do art. 256 da Lei nº 6.404/76 e não se estenderia a outras situações**.

42. Finalmente, a Oi critica o fato de que *“o exercício realizado pela SEP para determinar o valor de mercado dos ativos – o que por si só é errado – não considerou a participação adicional na Oi que a Portugal Telecom passará a deter em função dos aportes nas holdings, nem o percentual da dívida das holdings atribuível à Portugal Telecom”*.

43. Ora, mais uma vez a Companhia se equivoca. Por óbvio tais valores não poderiam ser, e não foram, considerados, pois os Ativos PT que serão contribuídos ao capital da Oi excluem todas as participações, diretas e indiretas, que a Portugal Telecom detém na Oi (incluindo as participações nas holdings).

44. Feitos esses comentários iniciais, ingresso na análise da questão formulada.

45. Os parágrafos 1º e 7º do art. 170 da Lei nº 6.404/76, descritos abaixo, tratam especificamente da fixação do preço de emissão das novas ações em um aumento de capital:

“Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

*§1º O **preço de emissão** deverá ser fixado, **sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas**, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:*

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

(...)

§3º A subscrição de ações para realização em bens será sempre procedida com observância do disposto no artigo 8º, e a ela se aplicará o disposto nos §§ 2º e 3º do artigo 98.

(...)

*§7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, **nos termos do §1º deste artigo**, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha”*.

46. Discordo da interpretação trazida pela Tempo Capital de que os citados dispositivos legais não se referem apenas à fixação do preço de emissão, mas também a todos os aspectos do aumento de capital, inclusive (e especialmente neste caso) à avaliação de bens que serão conferidos à companhia em tal aumento.

47. Pela leitura dos dispositivos em comento, claramente está sendo abordada tão apenas a fixação do preço de emissão e a diluição injustificada decorrente de vícios no seu estabelecimento.

48. No caso concreto, o preço de emissão das novas ações da Oi no aumento de capital será determinado pelo processo de *bookbuilding*, que tradicionalmente é utilizado em ofertas públicas de ações e que vem sendo entendido compatível com o disposto no art. 170, §1º da LSA.

49. Já eventuais problemas na avaliação de bens a serem integralizados em aumento de capital não estariam abarcados pelo art. 170, mas poderiam eventualmente representar uma infração ao art. 8º da LSA, como faz referência o parágrafo 3º do próprio art. 170.

50. Um bem superavaliado, conferido à companhia em um aumento de capital, decerto causará uma diluição maior aos demais acionistas em função do valor de avaliação excedente ao justo. Esta maior diluição poderia até ser chamada de “diluição injustificada”, mas não representa a diluição injustificada prevista no art. 170, §1º, e sim uma consequência advinda de um vício na avaliação do bem (em dissonância ao art. 8º da Lei nº 6.404/76).

51. É importante ressaltar que o art. 170 não exige que a avaliação dos bens utilizados para a integralização de um aumento de capital seja feita pelos mesmos critérios utilizados na fixação do preço emissão das ações. Diga-se de passagem que, enquanto o art. 170 determina exaustivamente os critérios que podem ser utilizados para precificar as novas ações, o art. 8º deixa totalmente em aberto a escolha da metodologia de avaliação dos bens.

52. Vale mencionar que há bens (incluindo participações societárias) em que não é possível apurar o critério de cotação, simplesmente porque não são cotadas em bolsa de valores.

53. Desta forma, deve ser analisada a aderência do processo de avaliação dos Ativos PT às determinações do art. 8º [\[2\]](#) da LSA.

54. O laudo de avaliação dos Ativos PT para os fins do art. 8º foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. (“Santander”), contratado pela Oi (fls. 74/117). Para calcular o valor dos Ativos PT, o Santander utilizou o “critério econômico-financeiro”, que compreendeu as metodologias do fluxo de caixa descontado e múltiplos de mercado.

55. Em primeiro lugar, é preciso deixar claro que a avaliação econômico-financeira (ou de perspectiva de rentabilidade) é largamente utilizada na indústria, sendo, em muitos casos (mas não em todos) a mais adequada. Existem situações, quando há liquidez das ações da companhia aberta, em que a cotação de mercado das ações representa o melhor critério, pois reflete as expectativas e opiniões não apenas de um avaliador, mas do conjunto dos participantes de mercado.

56. Deste modo, a aplicação da avaliação econômico-financeira, por si só, não representaria uma afronta à legislação societária.

57. Por outro lado, há questões envolvendo a independência da avaliação elaborada que merecem comentários.

58. A Companhia divulgou em 02.10.13, já no primeiro Fato Relevante sobre a Operação, a faixa de valores mínimo e máximo dos Ativos PT, negociada entre as partes signatárias do memorando de entendimentos (“MOU”) e que deveria ser respeitada para possibilitar a ocorrência da Operação. Ou seja, antes da contratação do avaliador independente, já estava indicado uma faixa de valores dos Ativos PT.

59. No caso concreto, como deixa bem claro o próprio avaliador, o critério econômico-financeiro, utilizado na avaliação dos Ativos PT, foi determinado pela Companhia (e, indiretamente, pelos seus acionistas controladores, que não se resumem à Portugal Telecom) e não pelo Santander, como seria natural:

“O Santander foi contratado pela Oi para elaborar o Laudo de Avaliação dos ativos operacionais e passivos da Portugal Telecom, pelo critério econômico-financeiro, a serem contribuídos na Oi no âmbito da aliança industrial conforme o Fato Relevante. Uma vez definido o critério econômico-financeiro pela Contratante, coube ao Santander, com base em sua expertise e especialização, definir as metodologias de avaliação que, em sua opinião, reflitam adequadamente o valor dos ativos e passivos contribuídos de acordo com o critério estabelecido pela Contratante”. (grifos nossos)

60. A Companhia argumenta que o Santander considerou o fluxo de caixa descontado a metodologia mais adequada para avaliar os Ativos PT. Todavia, verifica-se claramente da leitura do laudo de avaliação (vide página 8 do laudo – fl. 82) que o Santander considerou esta metodologia a mais adequada **dentre as metodologias que se utilizou** (que se resumiram ao fluxo de caixa descontado e aos múltiplos de mercado).

61. Ou seja, ao que tudo indica, o Santander não poderia considerar outras metodologias (como a cotação das ações em bolsa) porque não se encontravam no escopo do trabalho para o qual foi contratado.

62. Causa estranheza, no mínimo, essa interferência direta da Companhia no trabalho do avaliador dos Ativos PT. Pela leitura do art. 8º, § 1º, da LSA (ao contrário do art. 170), verifica-se que não há um critério determinado para avaliar os bens a serem contribuídos em um aumento de capital, mas que é **responsabilidade do avaliador** não apenas realizar a avaliação, mas escolher e justificar os critérios adotados:

“§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”.

63. A análise deste ponto demandaria maiores esforços, no sentido não apenas de verificar se essa

problemática representaria, conceitualmente, uma ilegalidade capaz de impossibilitar a deliberação sobre a avaliação realizada, mas também de examinar as condições do caso concreto, como o contrato entre o avaliador e a Companhia e demais documentos e fatos que circundaram a elaboração do laudo.

64. Como a análise desta questão já está sendo conduzida na SRE (vide o parágrafo 33, retro), não caberia à SEP se pronunciar sobre o prazo necessário para a conclusão da mesma. Desta forma, quanto a este ponto específico, sugiro não emitir opinião sobre a decisão de interromper ou não o curso do prazo de antecedência de convocação de AGE de 27.03.14.

65. De todo modo, ainda que exista tal discussão, a não participação dos acionistas controladores da Oi, impedidos de votar, na deliberação sobre a avaliação dos Ativos PT, poderia, em princípio, mitigar eventuais vícios descritos acima.

3º Ponto: Ausência de manifestação do Conselho Fiscal

66. O terceiro argumento trazido no pedido de interrupção de assembleia diz respeito à inexistência de manifestação do Conselho Fiscal sobre o aumento de capital social da Companhia e a incorporação dos Ativos PT.

67. Conforme bem apontado pela própria Tempo Capital, esse assunto não tem relação direta com a proposta a ser deliberada, mas sim a uma eventual inobservância de requisitos necessários à adequada e informada deliberação dos itens constantes da ordem do dia.

68. Passo a analisar abaixo a necessidade de manifestação do Conselho Fiscal sobre os assuntos objeto da assembleia convocada para 27.03.14.

69. O art.163 da Lei nº 6.404/76, ao elencar as competências do Conselho Fiscal, prevê no inciso III que o referido órgão deve **“opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia geral, relativas à modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão”** (grifei).

70. Note-se que as matérias a serem deliberadas na AGE a realizar-se em 27.03.14 não abrangem especificamente modificação do capital social, mas sim a modificação do capital autorizado da Companhia.

71. Concordo com o argumento da Companhia de que as alterações do capital autorizado não se confundem com as alterações do capital social propriamente dito. Deste modo, a meu ver, via de regra, não compete ao Conselho Fiscal manifestar-se sobre o tema.

72. Ocorre que no caso concreto a alteração do capital autorizado está sendo deliberada justamente para possibilitar a aprovação de um aumento de capital por subscrição pública pelo Conselho de Administração (conforme já amplamente anunciado). Assim, na prática, ao deliberarem sobre o aumento do capital autorizado na assembleia de 27.03.14, os acionistas estarão decidindo sobre a operação de aumento do capital que já foi anunciada pela Oi no bojo da operação ora discutida.

73. Além disso, cabe notar que o art. 163 da Lei nº 6.404/76, quando exige, em seu inciso III, que o Conselho Fiscal se manifeste sobre determinadas matérias, prevê que o órgão deve opinar antes da deliberação da matéria em assembleia, justamente com a finalidade de subsidiar a decisão dos acionistas.

74. Sobre esta função do Conselho Fiscal, leciona Nelson Eizirik:

“A principal finalidade do Conselho Fiscal, como já tivemos oportunidade de analisar, é a de exercer permanentemente fiscalização sobre os órgãos da administração da companhia, referentemente às contas e à legalidade e regularidade dos atos de gestão.

A atuação do Conselho Fiscal é instrumental, uma vez que visa a transmitir aos acionistas as informações de que necessitam, para exercerem o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, bem como para que possam votar, na assembleia geral, com conhecimento de causa”. (grifos nossos)

(EIZIRIK, Nelson: *Temas de Direito Societário* - Rio de Janeiro - Renovar, 2005 - págs. 41 e 42)

75. Assim, no caso concreto, em que já se sabe de antemão que a deliberação sobre o aumento do capital autorizado visa à subsequente aprovação, pelo Conselho de Administração, de um aumento do capital social sobre o qual já se conhece as principais características, admitir que o momento oportuno para a manifestação do Conselho Fiscal seja posterior à assembleia geral de 27.03.14 (como pretende a Companhia) não parece fazer sentido, na medida em que tornaria inócua a previsão do art.163, privando os acionistas de deliberarem de posse do parecer do Conselho Fiscal, que representa uma informação relevante à tomada de decisão.

76. Inclusive, cabe lembrar que a Instrução CVM Nº 481/09, ao regulamentar a disponibilização de documentos necessários às assembleias gerais, prevê, em seu art. 6º, que:

“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." (grifos nossos)

77. A própria Companhia reconhece a obrigatoriedade da manifestação do Conselho Fiscal para este aumento de capital da Oi, só que, ao que parece, pretende fazer apenas previamente à RCA que deliberará sobre o aumento de capital, o que não seria compatível com a função do parecer de tal órgão (que deveria ser direcionado primordialmente aos acionistas).

78. Ainda, não haveria que se argumentar que o Conselho Fiscal ainda não possui informações suficientes para emitir sua opinião sobre o aumento de capital em questão, uma vez que as principais informações já foram divulgadas há muito. Mesmo que haja variáveis a serem definidas (como o preço de emissão que será formado pelo processo de *bookbuilding*), o Conselho Fiscal, ressalvadas as lacunas existentes, já poderia se manifestar sobre os aspectos mais importantes da operação.

79. Assim, entendo que houve infração ao art. 163, inciso III, da Lei nº 6.404/76, uma vez que o Conselho Fiscal da Oi não opinou sobre o aumento de capital pretendido pela Companhia antes da assembleia a realizar-se em 27.03.14.

80. Isto posto, em que pese eventuais discussões sobre a utilização do instituto da interrupção de assembleia nos casos em que não se discute eventual ilegalidade da proposta em si, mas de assuntos correlatos, considerando a verificação, neste momento, da infração ao art.163 acima mencionada, entendo que não seria o caso de interromper o curso do prazo de antecedência de convocação da assembleia de 27.03.14, na medida em que não haveria necessidade de "conhecer e analisar as propostas", nos termos do §5º do art.124 da Lei nº 6.404/76.

V. CONCLUSÃO

81. Diante de todo o exposto, no que tange ao primeiro (impedimento de voto) e terceiro (ausência de parecer do Conselho Fiscal) questionamentos levantados pela Tempo Capital, tendo em vista a conclusão, desde já, pelo impedimento de voto (vide parágrafos 15 e 16, *retro*), bem como o disposto no parágrafo 80, *retro*, sugiro propor ao Colegiado o **indeferimento** do presente pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da Assembléia Geral Extraordinária a ser realizada pela Oi S.A em 27.03.14.

82. Em relação ao segundo questionamento (diluição injustificada), em função das conclusões descritas nos parágrafos 63 e 64 *retro*, não caberia a SEP se pronunciar sobre a interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da referida AGE.

83. Isto posto, sugiro o **envio deste processo à SGE** para posterior encaminhamento ao Colegiado para deliberação, nos termos do §3º do art. 2º da Instrução CVM nº372/02.

Atenciosamente,

DOV RAWET
Assistente - SEP

De acordo, em ___/03/14

JULIANA VICENTE BENTO
Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

De acordo, em ___/03/14

À SGE,

FERNANDO SOARES VIEIRA
Superintendente de Relações com Empresas

[1] PENTEADO, Mauro Rodrigues. Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 57.

[2] “Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembléia-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 assembléia que conhecer do laudo, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas.

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

§ 3º Se a assembléia 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 assembléia 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”.