

PARA: GEA-2
DE: Paulo Portinho

RA/CVM/SEP/GEA-2/N.º002/2015
DATA: 07.01.2015

ASSUNTO: Autorização para negociação privada com ações de própria emissão.
OIS.A.
Processo CVM N.º RJ/2014/11297.

Senhor Gerente,

Trata-se de pedido de autorização formulado pela OI S.A. (“Companhia”, “Oi” ou “Emissora”) e protocolado em 09.10.2014, para: (i) a transferência de forma privada das Ações Permutadas detidas pela Portugal Telecom SGPS S.A. (“PT SGPS”) para a titularidade da PT Portugal SGPS S.A. e da Portugal Telecom International Finance BV (“Subsidiárias Oi”); (ii) a manutenção em tesouraria pela Oi de ações ordinárias e preferenciais em quantidade acima do limite de 10% de ações de cada espécie e classe; (iii) a transferência de forma privada das Ações Objeto da Opção a serem detidas pela Oi caso autorizada a Permuta, para a titularidade da PT SGPS, caso venha a ser exercida a Opção pela PT SGPS e (iv) outorga da Opção à PT SGPS com prazo de vencimento superior a 365 dias corridos, contados do dia da contratação da Opção e com possibilidade de exercício a qualquer tempo pela PT SGPS.

DOS FATOS

1. Em 09.10.2014, a Companhia protocolou os pedidos acima descritos no contexto das operações cujos termos foram acordados entre a Companhia e a PT SGPS e anunciados ao mercado, com o objetivo de buscar solucionar, extrajudicialmente e de forma célere, a situação em que a Companhia e seus acionistas se viram envolvidos por conta das aplicações financeiras realizadas em papéis de emissão da Rio Forte Investments, S.A. (“Títulos” e “Rio Forte”, respectivamente), por PT Portugal SGPS S.A. e Portugal Telecom International Finance BV, empresas que eram controladas pela PT SGPS e que vieram a ser direta ou indiretamente contribuídas em aumento de capital da Oi.
2. Em linhas gerais, no contexto da operação para união das atividades e negócios da Oi e da PT SGPS, anunciada em Fatos Relevantes de 02/10/13 e 20/02/14, foi realizado um aumento de capital da Companhia (“Aumento de Capital da Oi”), mediante oferta pública de distribuição de ações ordinárias e preferenciais de emissão da Oi (“Oferta”), o qual foi integralizado parte em dinheiro e parte em bens, sendo que a parte em bens foi integralizada pela PT SGPS com ativos por ela então detidos (“Ativos PT”), que compreendiam todas as demais atividades e investimentos, com exceção daqueles que direta ou indiretamente se referiam à Oi e à Contax.
3. Em 30/06/2014, com a divulgação de Comunicado pela PT SGPS, posteriormente, à liquidação da Oferta e dos Ativos PT, que se deu em 5/05/2014, verificou-se que parte dos Ativos PT era composta por aplicações financeiras realizadas pela PT SGPS, em Títulos da Rio Forte, no valor total de 897 milhões de euros.
4. Essas aplicações, segundo a Oi, não estavam divulgadas nas demonstrações financeiras da PT SGPS, a despeito do investimento não atender aos critérios de diversificação de risco e de alocação de recursos divulgados pela PT SGPS nas notas explicativas às suas demonstrações financeiras.

5. A Companhia argumenta que, mesmo com evidências de crise financeira aguda por que passava o grupo Espírito Santo, maior acionista da PT SGPS, ainda assim não foi feita qualquer ressalva ou referência aos investimentos nos documentos públicos disponibilizados pela PT SGPS.
6. A partir da divulgação do Comunicado pela PT SGPS, a Companhia começou a avaliar soluções para as divergências geradas pelo investimento na Rio Forte.
7. A companhia informa que avaliou que a opção pela via litigiosa, seja judicial ou por meio de arbitragem, poderia durar anos, o que penalizaria mais as ações da Companhia durante todo o interregno, prejudicando ao final os acionistas da Companhia indefinidamente. Ainda, avaliava que a reorganização societária, que tem por objetivo unir as bases acionárias da Oi e da PT SGPS, poderia ser definitivamente cancelada.
8. A Companhia afirmou optar pela celebração com a PT SGPS de uma estrutura negocial que pudesse solucionar as divergências, sem prejuízo da eventual adoção de medidas judiciais no caso de fracasso da solução negociada.
9. Em 15/07/2014, chegou-se à estrutura do Memorando de Entendimentos (“MOU”), conforme divulgado em Fato Relevante daquela data. Tal estrutura previa a realização de uma permuta entre as Subsidiárias Oi e a PT SGPS, pela qual a PT SGPS entregaria às Subsidiárias Oi ações de emissão da Oi e, em contrapartida, receberia os Títulos. Além da permuta, foi acordada, **em contrapartida**, a outorga de uma opção de compra de ações de emissão da Oi à PT SGPS, nos prazos e condições descritos no MOU. (grifo nosso)
10. Em 28/07/14, foram definidos entre Oi e PT SGPS os termos das referidas operações, que constam dos contratos definitivos celebrados entre, de um lado, a PT SGPS e, de outro lado, as Subsidiárias Oi e, ainda, a Oi e a TmarPart (“Contratos Definitivos”). Os termos acordados preveem (i) a realização de uma permuta na qual as Subsidiárias Oi entregarão à PT SGPS os Títulos, pelo seu valor de face, e a PT SGPS em troca entregará às Subsidiárias Oi ações ordinárias e preferenciais de emissão da Oi (ou da CorpCo, na hipótese da permuta ser efetivada após a incorporação de ações da Oi pela CorpCo (“Incorporação de Ações”)); e (ii) a outorga pelas Subsidiárias Oi de uma opção de compra de ações de emissão da Oi em favor da PT SGPS.
11. Os termos e condições dos Contratos Definitivos foram aprovados pelo Conselho de Administração da PT SGPS em 28/07/2014 e pelo Conselho de Administração da Oi em 08/09/2014, **tendo sido também aprovados pela assembleia de acionistas da PT SGPS**, realizada no dia 8/09/2014. Na mesma data, os Contratos Definitivos foram celebrados entre as partes, sob condição suspensiva de autorização por essa d. CVM para a realização da Permuta e a outorga das Opções. (grifo nosso)
12. A Companhia afirma que desconhecia os investimentos em títulos da Rio Forte antes do comunicado divulgado pela PT SGPS. Afirma que causou grande surpresa e espanto à sua administração a existência desses títulos de forma que, a partir do momento em que se tomou conhecimento deles, a administração passou a trabalhar na busca por soluções aos impactos dos Títulos para os acionistas.
13. A Companhia afirma que os Contratos Definitivos foram negociados de forma independente, com cada parte defendendo os seus interesses, antagônicos naquelas circunstâncias. Afirma ainda que **a administração atuou com o objetivo de defender os interesses da Companhia e de seus acionistas**. (grifo nosso)
14. A Companhia argumenta que a negociação dos termos teve como fundamento a defesa dos seus interesses, de modo a evitar potenciais efeitos dilutivos resultantes dos Títulos para os seus acionistas, garantindo a manutenção da equidade entre estes.
15. Lembra que as ações recebidas pelas Subsidiárias Oi na Permuta serão tratadas como ações em tesouraria e poderão ser futuramente alienadas pela Companhia, que se beneficiaria do caixa resultante dessas vendas.

16. No entendimento da Companhia a Portugal Telecom, de outro lado, tinha como objetivo proteger os seus próprios interesses e de seus acionistas e isso teria assegurado uma negociação independente e lisa entre as partes, de forma que chegaram, no entendimento da Companhia, em termos justos para as operações.

17. A Oi afirma que a **solução negocial mostrou-se mais adequada aos interesses da Companhia e de seus acionistas** quando comparada com uma duradoura potencial disputa judicial, independentemente de seu desfecho favorável. (grifo nosso)

18. A Companhia afirma que a estrutura do MOU permitiu: (i) mitigar ou até mesmo eliminar o efeito negativo para a Oi e para os seus acionistas causado pelo investimento financeiro realizado em papéis da Rio Forte e (ii) retirar da Oi os Títulos da Rio Forte e o ônus de sua eventual falência/recuperação. Isso sem falar da possibilidade de recomposição do caixa da Companhia por meio da venda futura das ações permutadas.

19. A Companhia afirma **não haver dúvidas de que a estrutura pretendida traz benefícios substanciais à Companhia e aos seus acionistas**, na medida em que permite que os Títulos da Rio Forte sejam transferidos de forma definitiva da titularidade da Oi para a PT SGPS e também permite a transferência para a tesouraria da Oi de ações sua emissão em quantidade equivalente ao valor de face dos Títulos eliminando o efeito dilutivo provocado pela contribuição dos Títulos no Aumento de Capital da Oi. Os acionistas da Companhia teriam seus percentuais de participação na Companhia aumentados proporcionalmente à quantidade de ações permutadas, política e economicamente. (grifo nosso)

20. A Companhia reforça que, em seu entendimento, a inviabilidade de uma solução negocial obrigaria a Companhia a buscar uma solução judicial para a defesa dos seus interesses com relação aos Títulos o que, como já se disse, poderia levar a **uma prolongada disputa judicial com a PT SGPS de custo inestimável para a Companhia e seus acionistas**, sem a certeza de uma solução favorável à Companhia. (grifo nosso)

21. Conforme definido pela Oi e pela PT SGPS e aprovado pelo Conselho de Administração da PT SGPS em 28/07/14, pela assembleia geral da PT SGPS e pelo Conselho de Administração da Oi em 08/09/14, a Companhia pretende, por meio das Subsidiárias Oi, realizar uma permuta com a PT SGPS pela qual a PT SGPS entregará às Subsidiárias Oi ações livres de emissão da Oi correspondentes a 474.348.720 ações ordinárias e 948.697.440 ações preferenciais (“Ações Permutadas”); e as Subsidiárias Oi, em contrapartida, entregarão os Títulos à PT SGPS, sem torna. Com a Permuta, busca-se o retorno do status quo anterior ao aumento de capital, por meio da devolução dos Títulos à PT SGPS pelas Subsidiárias Oi.

22. Para a determinação do número de ações objeto da Permuta, as partes tomaram como base o preço médio ponderado por volume (VWAP) das ações preferenciais de emissão da Companhia nos 15 dias que antecederam a divulgação do Comunicado da PT SGPS que deu conhecimento sobre os investimentos nos Títulos, ocorrida em 30/06/2014.

23. Nos termos do Contrato de Opção, as Subsidiárias Oi pretendem outorgar à PT SGPS uma opção (“Opção”) para aquisição das 474.348.720 ações ordinárias e 948.697.440 ações preferenciais de emissão da Oi (ou do número correspondente de Ações da CorpCo, após a Incorporação de Ações (“Ações Objeto da Opção”)).

24. A Opção poderá ser exercida em até 6 anos, observado que o direito da PT SGPS de exercer a Opção sobre as Ações Objeto da Opção será reduzido pelos percentuais indicados abaixo:

<u>Data de Redução</u>	<u>% das Ações Objeto da Opção que anualmente deixam de estar sujeitas à Opção</u>
A partir do 1º aniversário da Data de Fechamento	10%
A partir do 2º aniversário da Data de Fechamento	18%
A partir do 3º aniversário da Data de Fechamento	18%
A partir do 4º aniversário da Data de Fechamento	18%
A partir do 5º aniversário da Data de Fechamento	18%
A partir do 6º aniversário da Data de Fechamento	18%

25. O preço de exercício será: R\$ 1,8529 por ação preferencial e R\$ 2,0104 por ação ordinária de emissão da Oi (e, conforme o caso, R\$ 2,0104 por ação ordinária de emissão da CorpCo), corrigido pela variação da taxa do CDI acrescida de 1,5% ao ano, calculada pro rata temporis, desde a realização da Permuta até a data do efetivo pagamento do preço de exercício, seja parcial ou total, da Opção. O preço de exercício da Opção deverá ser pago à vista, em dinheiro, na data da transferência das Ações Objeto da Opção.

26. A Opção poderá ser liquidada financeiramente, mediante o pagamento pelas Subsidiárias Oi, no mesmo prazo à PT SGPS do valor, em moeda corrente e nacional, correspondente à diferença entre o preço de mercado então das Ações Objeto da Opção e o respectivo preço de exercício correspondente a estas ações.

27. Segundo o contrato, para incentivar que a PT SGPS apenas aplique recursos na aquisição de participação na Companhia ou na CorpCo através do exercício da Opção, enquanto esta permanecer em vigor, a PT SGPS não poderá comprar ações de emissão da Oi ou da CorpCo, direta ou indiretamente, por qualquer forma que não através do exercício da Opção. A PT SGPS não poderá ceder ou transferir a Opção, nem tampouco outorgar quaisquer direitos decorrentes da Opção, inclusive garantias, sem o consentimento da Oi. Caso a PT SGPS emita, direta ou indiretamente, derivativos que estejam lastreados ou referenciados em ações de emissão da Oi ou da CorpCo deverá imediatamente utilizar a totalidade dos recursos financeiros auferidos, direta ou indiretamente, em tais operações na aquisição de Ações Objeto da Opção.

28. A Oi poderá declarar extinta a Opção caso (i) seja alterado voluntariamente o Estatuto Social da PT SGPS para suprimir ou alterar a previsão que limita o direito a voto a 10% da totalidade dos votos correspondentes ao capital social da PT SGPS; (ii) a PT SGPS passe a exercer, direta ou indiretamente, atividades concorrentes com as atividades mantidas pela Oi ou suas controladas nos países em que estas atuem; (iii) a PT SGPS viole determinadas obrigações contraídas pelo Contrato de Opção.

29. Por fim, a respeito do contrato de Opção, caso a Permuta não seja efetivada até o dia 31 de março de 2015, a Opção será automaticamente extinta.

30. Quanto aos fundamentos do pedido de autorização, a Companhia cita o artigo 30 da Lei 6404/76 (LSA) que estabelece vedação genérica às operações de negociação pelas companhias com ações de sua própria emissão, excluindo algumas hipóteses não compreendidas por tal vedação.

31. A Companhia afirma que, de acordo com a melhor doutrina, as principais finalidades da vedação do referido art. 30 da lei são a preservação da integridade do capital social e a proteção dos investidores e do mercado contra a manipulação do preço das ações.

32. A Companhia afirma que a edição das Instruções 10/80 (e 390/03), visaria notadamente à proteção dos investidores contra a possibilidade de manipulação nos preços das ações, argumento baseado na Nota Explicativa nº 16/80, à referida instrução, como se segue:

33. *“O tratamento dado pela LEI Nº 6.404/76 à hipótese de negociação pelas companhias com ações de sua própria emissão abrandou o princípio de restrição genérico, permitindo em caráter de exceção, entre outras operações, a aquisição para cancelamento ou manutenção em tesouraria, bem como a posterior alienação desses títulos.*”

34. *A restrição genérica é consequência dos princípios básicos que informam o conceito de capital social e que decorrem da necessidade de se preservar sua intangibilidade, garantindo-se os interesses dos credores e dos próprios acionistas.*

35. *No caso das companhias abertas, esta restrição tem ainda a justificá-la a proteção dos investidores contra a possibilidade de manipulação nos preços das ações.”*

36. Dessa forma, a ICVM 10/80 impõe uma série de restrições à negociação pela companhia com ações de sua própria emissão, tais como a vedação à alienação de ações em tesouraria ao controlador, a vedação à negociação fora do ambiente de bolsa, dentre outras.

37. Aqui convém pontuar que a Companhia indica que a vedação à alienação de ações em tesouraria ao controlador, porém, a ICVM 10/80, em seu artigo segundo, trata da vedação da aquisição de ações pertencentes ao controlador.

38. A Companhia entende que, invocando o disposto no artigo 23 da ICVM 10/80, não há razão para que sejam impostas restrições à vida das companhias, quando o objetivo da norma restar atingido.

39. Para tanto, apresenta voto do diretor Otavio Yazbek nos autos do Processo CVM nº RJ 2011/11230, julgado em 20/12/2011: *“Cada vez mais as peculiaridades da vida empresarial demandam certa flexibilidade na utilização das ações de própria emissão. Estas, com efeito, não raro são utilizadas como “moeda” em operações societárias – em soluções que são não apenas legítimas, como também eficientes, capazes de atender aos anseios das partes. O caso sob análise parece representar esta “tendência” de maneira bastante eloquente. Creio que, muitas vezes, essas demandas podem ser harmonizadas com o regime da Instrução CVM n.º 10/1980”.*

40. A Companhia pontua que a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) também já teve a oportunidade de se manifestar no sentido de que as principais preocupações e objetivos das normas de exceção previstas na Instrução 10 são a preservação do capital social, a tutela da informação e a formação de preço das ações no mercado sem a interferência da companhia. Para tanto, traz trecho do RA/CVM/SEP/GEA-2/nº 30/2012 nos autos do Processo CVM nº RJ 2012/1810:

41. *“49. A leitura das Notas Explicativas da Instrução CVM 10/80 indica que as três principais preocupações e objetivos da norma de exceção são: a) a preservação do capital social; b) a tutela da informação; c) e, finalmente, a formação de preço no mercado sem a interferência da companhia.”*

42. A respeito, a Companhia afirma que: (i) possui um saldo de lucros e reservas disponíveis bastante elevado e suficiente para a manutenção das Ações Permutadas em tesouraria; (ii) com relação à tutela da informação, é notória a constante preocupação da Companhia em manter

seus acionistas e o mercado amplamente informados sobre os acontecimentos relevantes e os andamentos relacionados ao acordo que se buscou para mitigar os efeitos dos investimentos realizados nos Títulos, desde a divulgação pela PT SGPS do Comunicado de 30/06, e (iii) no que se refere ao processo de formação de preço das ações na Permuta e na Opção, o preço de exercício da Opção foi fruto de negociação independente entre a Companhia e a PT SGPS, à vista de eminente litígio que poderia se formar entre ambas, e, portanto, foi resultado de exigências e concessões, por cada parte, cada qual defendendo os seus melhores interesses.

43. Ainda a respeito do preço das ações, afirma que este não foi livremente arbitrado pelas partes, sem observar os valores de mercado das ações da Companhia. As partes utilizaram como parâmetro o preço médio ponderado por volume (VWAP) das ações preferenciais de emissão da Companhia nos 15 dias que antecederam a divulgação do Comunicado da PT SGPS que deu conhecimento sobre os investimentos nos Títulos, ocorrida em 30/06/2014.

44. A esse respeito cabe ressaltar que no pedido a Companhia parece afirmar que o preço utilizado foi o da oferta: *“Vale notar, ainda, que em razão das negociações em torno do preço, ao final da operação a PT SGPS entregará à Oi na Permuta **um número de ações igual àquele subscrito pela PT SGPS no Aumento de Capital da Oi, evitando, assim, qualquer efeito diluitivo da subscrição.**”* (grifo nosso)

45. Já o preço de exercício da Opção teria sido o de mercado, conforme racional acima explicitado. Com efeito, a companhia afirma que: *“**Já no que se refere ao preço de exercício da Opção, especificamente, tendo em vista que tal preço reflete justamente o preço pelo qual a Oi receberá as ações em Permuta, devidamente corrigido, também fica caracterizada a comutatividade do acordo negociado.**”* (grifo nosso)

46. Em relação às vedações da ICVM 10/08, a Companhia pede dispensa de cumprimento do artigo 9º, afirmando que não infringiria os objetivos da norma (transparência e respeito às condições de mercado) e que não seria possível nem recomendável realizar as operações em bolsa, pelo montante envolvido.

47. Afirma ainda que sendo a operação fruto de uma negociação entre partes independentes, e tendo em vista que a mesma implica na negociação de volume capaz de afetar a oferta e o preço de ações caso realizada em bolsa, e, ainda, considerando a utilização de parâmetros de mercado para definição do preço, considera não haver razão para que a CVM não autorize a alienação privada.

48. Quanto à vedação de aquisição de ações do controlador, artigo 2º da ICVM 10/80, artigo este que, em tese, não poderia ser excepcionalizado pelo que autoriza o artigo 23, a companhia afirma que a razão para a proibição seria a de evitar situações de privilégio entre o acionista controlador e os demais acionistas da companhia.

49. A Companhia entende ainda que, desde que a operação não confira um privilégio ao acionista controlador, colocando o mesmo em situação não equitativa com os demais acionistas, a operação poderia ser excepcionada pela CVM, naturalmente diante das circunstâncias de cada caso.

50. Mas afirma também que não entende ser aplicável esta vedação ao caso em questão, pois: *“...embora a PT SGPS seja acionista da TmarPart e signatária de um de seus Acordos de Acionistas, ela não é parte do Acordo de Acionistas que efetivamente regula o exercício do poder de controle da TmarPart, e, indiretamente, da Oi. De fato, somente são signatários de tal acordo a AG Telecom Participações S.A., LF Tel S.A. e a Fundação Atlântico de Seguridade Social.”*

51. Afirma ainda que, mesmo que a PT SGPS seja considerada controladora, a vedação tampouco seria aplicável, por tratar-se de operação negociada de forma independente, com base em parâmetros de mercado e **em benefício dos interesses da Companhia.** (grifo nosso)

52. No entendimento da Companhia não há benefício à PT SGPS, pois a Permuta e a Opção foram fruto de uma negociação entre a Oi e a PT SGPS, na qual ambas as partes atuaram de forma independente, e em busca de resultados notadamente contrários.

53. A Companhia reforça que, embora a PT SGPS seja uma das acionistas da TmarPart, e signatária de um de seus Acordos de Acionistas, ela não é parte do Acordo de Acionistas que efetivamente regula o exercício do poder de controle da TmarPart, e, indiretamente, da Oi, que é aquele do qual somente são signatários a AG Telecom Participações S.A., LF Tel S.A. e a Fundação Atlântico de Seguridade Social.

54. A Companhia indica que, aparentemente, os títulos da Rio Forte, contrapartida às ações permutadas, parecem valer menos que seu valor de face, pois: *“não há dúvidas que títulos emitidos por uma empresa que já requereu gestion contrólée às cortes luxemburguesas (espécie de recuperação judicial, naquela jurisdição) não valem o seu valor de face. No entanto, este é o valor pelo qual a Oi estará transferindo-os à PT SGPS”*.

55. Para demonstrar esse racional, a Companhia escreve: *“Assim, num mero exercício hipotético, se se considerar que valeriam metade de seu valor de face, em verdade, a Oi estaria adquirindo ações de sua emissão na Permuta por valor equivalente também à metade das cotações de mercado que balisaram o acordo negociado. Caso os Títulos valham um quinto do valor de face, a Oi adquiriria suas ações por um quinto das cotações de mercado... Daí que, não importando a perspectiva a partir da qual se analise a questão, o preço das ações que seriam adquiridas pela Oi em decorrência da Permuta seria sempre inferior ao preço de mercado das ações, até porque não se cogita que os Títulos da Rio Forte, sociedade que busca proteção contra credores em recuperação judicial, possam ser negociados a prêmio”*.

56. A Companhia apresenta como precedente para o afastamento da proibição do Artigo 2º da ICVM 10/80, o Processo CVM RJ nº 2012/1810, no contexto do pedido de registro de OPA voluntária da JBS S.A. mediante permuta por ações da Vigor Alimentos S.A., quando foi autorizada a participação do acionista controlador da JBS S.A. na oferta. Embora o caso apresente especificidades distintas do caso presente, naquela ocasião a Companhia afirma que foi reconhecida a possibilidade da CVM afastar a incidência do art. 2º da Instrução 10.

57. Por fim, a Companhia pede para não se restringir a operação pretendida com base na proibição do Artigo 2º por entender que a PT SGPS, na qualidade de acionista controlador, não estaria em posição de privilégio. A esse respeito, vale a transcrição literal:

58. *“De fato, adotadas as salvaguardas necessárias para que o acionista controlador não esteja em uma posição de privilégio pela sua qualidade de controlador, como é o caso, em que a negociação com a PT SGPS foi realizada de forma independente, sem a utilização de caixa da companhia e **claramente em benefício único da Companhia e todos os seus acionistas**, não há razão para se restringir a operação pretendida pela Companhia.”* (grifos nossos)

59. A Companhia também pede dispensa do que dispõe o art. 3º da Instrução 10, onde se indica que as companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% de cada classe e espécie de ações, incluídas neste percentual as ações mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas.

60. Com a eventual transferência das ações de emissão da Companhia da PT SGPS para as Subsidiárias Oi, a Companhia passaria a manter em tesouraria, consideradas as ações de sua emissão detidas por suas controladas, 558.599.415 ações ordinárias e 1.021.505.516 ações preferenciais, representativas de 19,52% das ações ordinárias e 17,85% das ações preferenciais, quantidade superior ao limite de 10% de cada classe de ações em circulação no mercado.

61. A Companhia indica que o objetivo da restrição, conforme explicitado na Nota Explicativa CVM nº 16/80 à Instrução 10, seria o de evitar distorções prejudiciais ao funcionamento

regular e ordenado do mercado, limitando a capacidade da Companhia de influir no mercado de suas ações por meio da redução das ações em circulação.

62. A Companhia apresenta como precedentes os Processos CVM RJ nº 2012/1810, 2009/5962, 2005/8293 e 2003/6670.

63. Ainda a respeito desse limite do artigo 3º, a Companhia afirma textualmente que: *“...realizada ou não a Permuta, as ações objeto da Permuta não consistiriam em “ações em circulação”, de forma que a Permuta não diminuirá a liquidez dos acionistas da Companhia. Isso porque, ainda que a Permuta não fosse autorizada por essa d. CVM, as ações objeto da permuta permaneceriam a ser detidas pela PT SGPS, considerada como controladora da companhia por essa CVM e, inclusive, sujeitas atualmente ao lock-up.”* (grifo nosso).

64. Afirma também que tal transferência também não influi na cotação das ações, porque realizada fora de bolsa, e que não há prejuízo decorrente da manutenção dessas ações em tesouraria aos credores da Companhia, tendo em vista que o capital social da Companhia não sofrerá alterações como consequência das transferências das ações para a tesouraria da Oi, uma vez que as reservas disponíveis hoje existentes na Companhia seriam suficientes para a manutenção dessas ações em tesouraria.

65. Com relação às dispensas do que se determina na ICVM 390/03, por força da presença de Opções no contrato entre as partes, a circunstância pode ser considerada a mesma, de forma que a Companhia invoca o art. 6º da instrução, que prevê expressamente que a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações que não se ajustarem às demais normas daquela Instrução.

66. Com relação ao artigo 2º da ICVM 390/03, a Companhia afirma que: (i) o Estatuto Social da Companhia atribui ao Conselho de Administração poderes para autorizar a negociação com as próprias ações; (ii) a deliberação do Conselho de Administração que aprovou a operação foi divulgada ao mercado por meio do Fato Relevante de 08/09/201; e (iii) a operação foi aprovada na reunião do Conselho de Administração da Companhia realizada na mesma data, cuja ata reflete as informações exigidas pelo parágrafo 3º do art. 2º, além daquelas exigidas pelo parágrafo 4º do art. 3º.

67. Com relação ao que dispõe o artigo 3º, a Companhia precisará de dispensa de, praticamente, todas as limitações impostas pela norma, como se transcreve abaixo:

68. *“Art. 3o A companhia que se utilizar da faculdade prevista no art. 2o deverá observar o seguinte:*

69. *I - o total das ações em tesouraria, aí incluídas e consideradas aquelas que a companhia poderia vir a adquirir mediante o exercício, por si ou por contrapartes, de opções de compra ou de venda, não poderá ser superior a 10% (dez por cento) de cada espécie ou classe de ações em circulação no mercado na data da autorização pelo Conselho de Administração ou Assembléia Geral;*

70. *II – as operações com opções previstas nesta Instrução deverão ser efetuadas nos mercados onde são negociadas as ações da companhia, sendo vedadas as operações privadas, ressalvadas aquelas referentes a plano de opções de compra de ações, de que trata o § 3o do art. 168 da Lei no 6.404/76;*

71. *III - o prazo de vencimento das opções não poderá ser superior a 365 (trezentos e sessenta e cinco dias) corridos, contados do dia da contratação da operação;*

72. *IV - as opções somente poderão ser exercidas nas datas de vencimento;*

73. *V – as opções de compra lançadas e as opções de venda adquiridas devem estar, obrigatoriamente, lastreadas em ações em tesouraria durante o prazo de exercício das opções, ressalvada a faculdade de que trata o §4o do art. 2o;*

74. VI - não poderá lançar mais de uma série de opção de compra e de uma série de opção de venda para cada data de vencimento.

75. VII – não poderá, ressalvado o disposto no § 4o do art. 2o, realizar operações no mercado à vista ou de opções em sentido contrário ao que estiver indicando as operações com opções, no período compreendido entre a autorização da operação e a data de exercício da opção.

76. §1o Fica facultada a liquidação exclusivamente financeira das operações que envolvam opções lançadas ou adquiridas referenciadas em ações de emissão da própria companhia, nos termos desta Instrução, quando do respectivo exercício, na forma a ser determinada pelas Bolsas de Valores ou entidade de balcão organizado, após previamente aprovada pela Comissão de Valores Mobiliários.

77. §2o A liquidação física das opções de que trata esta Instrução ficará condicionada à existência de saldo de lucros ou reservas disponíveis constantes do último balanço aprovado, em valor suficiente para fazer face à operação.

78. A Companhia conclui requerendo autorizações para: (i) a transferência de forma privada das Ações Permutadas detidas pela PT SGPS para a titularidade das Subsidiárias Oi; (ii) a manutenção em tesouraria pela Oi de ações ordinárias e preferenciais em quantidade acima do limite de 10% de ações de cada espécie e classe; (iii) a transferência de forma privada das Ações Objeto da Opção a serem detidas pela Oi caso autorizada a Permuta, para a titularidade da PT SGPS, caso venha a ser exercida a Opção pela PT SGPS; (iv) outorga da Opção à PT SGPS com prazo de vencimento superior a 365 dias corridos, contados do dia da contratação da Opção e com possibilidade de exercício a qualquer tempo pela PT SGPS.

79. Encerra com o seguinte texto: “**Tendo em vista que a operação pretendida visa claramente a proteger o interesse social e cujos efeitos são benéficos aos acionistas da Companhia, e, ainda, que a não realização da operação poderá trazer significativos prejuízos para a Companhia, não há, data venia, motivos que justifiquem a restrição para que a Companhia realize as operações pretendidas.**” (grifo nosso)

80. Em 10/11/2014, após a primeira análise do pedido da companhia, foi enviado o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 358/2014, requerendo os seguintes esclarecimentos adicionais:

81. Quanto à afirmação de que haveria saldo de lucros ou reservas disponíveis para manter as ações permutadas em tesouraria, foi solicitado à Companhia que detalhe essa afirmação, levando em consideração a emissão de vultoso volume de opções e seus impactos no patrimônio líquido. Ainda, que apresentasse a planilha de cálculo que demonstra o volume de reservas, antes e depois da operação pretendida, considerando a emissão das opções. Solicitou-se também, obter e encaminhar à CVM a manifestação do Auditor Independente a respeito dessa questão.

82. Com relação à negociação com ações do controlador, foi solicitado à Companhia que demonstre, por que entende que a PT não seria controladora da Oi, a despeito de toda documentação apresentada no IPE, uma vez que essa violação seria ao artigo 2º da ICVM 10/80, ao qual não se poderia permitir o descumprimento. Além disso, deve se manifestar a respeito dos aparentes benefícios mencionados: (i) poderá exercer as opções de compra em um período de 06 (seis) anos, vantagem não concedida aos demais subscritores; e (ii) a operação parece tornar sem efeito o que consta do parágrafo único do art. 10 da Lei 6.404/76 (LSA).

83. Com relação à responsabilidade da PT SGPS pela integralização do capital, a Companhia pareceu entender que houve a integralização, porém não reconheceu o ativo como válido. Dessa forma, requereu-se que informe se, em seu entendimento, o acordo de permuta, com devolução dos títulos, não retiraria da PT o ônus imputado pela legislação brasileira de responder pela solvência dos títulos (Art 10 da LSA).

84. Parece a esta área técnica que a permuta assemelharia-se a uma operação em que se recebem ações em garantia. Pediu-se à Companhia que discorresse sobre esta hipótese, de

considerar que foi entregue um ativo com valor de face de 897 milhões de euros e foram recebidas ações em garantia, tendo em vista que o objetivo de toda a operação que gerou o recebimento deste ativo era a capitalização da Companhia, o que, na prática, não ocorreu, mas poderia ocorrer no período de 6 anos. A penalidade à PT seria perder as ações.

85. Quanto à contabilização das Opções, requereu-se que a Companhia apresentasse planilha com os gastos previstos, contábeis e/ou financeiros, pela emissão das opções cedidas à PT. Apresentar também, nos moldes do Item 13.9 do FRE, quais as premissas para o cálculo do preço justo das opções.

86. Quanto à aprovação em Assembleia Geral, a área técnica pontuou o que se segue: (i) que a OI S/A, reiteradamente, afirma em seu pedido que age no melhor interesse da Companhia e de seus acionistas, porém não ofereceu qualquer oportunidade de decisão, para construção deste acordo, aos Acionistas em Assembleia Geral, diferentemente do que ocorreu na PT; (ii) que as aprovações do aumento do limite do capital autorizado e do laudo de avaliação foram oferecidas ao julgamento dos acionistas, certamente confiantes na fidedignidade dos dados apresentados. A operação envolve montante elevado e parece colocar em dúvida as premissas utilizadas para julgamento dos acionistas em Assembleias anteriores.

87. Dessa forma, requereu-se que a Companhia explique por que entende não ser necessária aprovação assemblear para a concretização dessa relevante operação, tanto no que se refere às ações quanto às opções.

88. Em resposta protocolada em 28/11/2014, a Companhia endereça os pontos assinalados como se segue:

89. Em suas considerações iniciais, a Companhia procura indicar que não houve benefício particular ao controlador PT SGPS. Afirma, entre outros, que: (i) os termos da Permuta e da Opção foram resultado de uma negociação independente, entre partes que buscavam preservar cada qual o seu próprio interesse com o propósito de chegar a uma solução negocial que pusesse fim às divergências e impactos relacionados aos investimentos na Rio Forte; (ii) a solução negocial sempre se mostrou, diante das circunstâncias do caso, **aquela que melhor poderia atender os interesses da Oi e de seus acionistas** (grifo nosso); (iii) não há privilégios ou benefícios à PT SGPS. Houve, sim, uma negociação isenta e independente, com concessões de parte a parte, e inclusive com a imposição de pesados ônus à PT SGPS na qualidade de acionista da Oi e, futuramente, da CorpCo, ônus esses que não são impostos a outros acionistas; (iv) é vital ao interesse social que a CVM autorize as operações, haja vista principalmente a reorganização societária, mas também as pretendidas operações que amplamente vem sendo divulgadas ao mercado; (v) na Permuta e na Opção não há preço excessivo, já que decorre de negociação independente. Naturalmente, como as operações contratadas têm base em uma negociação arms-length, não se deve falar em manipulação do preço de mercado. Aliás, as ações permutadas em nenhum momento estiveram em circulação no mercado, dado que são ações vinculadas a Acordos de Acionistas, logo não negociáveis; (vi) **a PT SGPS em nenhum momento participou da decisão da administração da Oi de aprovar as operações**, que foram aprovadas por unanimidade na reunião do Conselho de Administração de 08 de setembro de 2014, na qual sequer participaram os representantes indicados pela PT SGPS. Além disso, **os representantes da PT SGPS também não participaram da reunião do Conselho de Administração da TmarPart** em que foram aprovadas, por unanimidade, as operações (grifo nosso); (vii) **não há dúvidas de que a Permuta e a Opção representam a solução mais benéfica à Companhia e aos seus acionistas**, além de não ferir os princípios que nortearam as limitações à negociação com as próprias ações previstas tanto na Lei das S.A. como na Instrução 10 (grifo nosso); e (viii) os negócios jurídicos da Permuta e da Opção têm características e efeitos próprios e não se confundem com a subscrição de ações em aumento de capital ou no recebimento de ações em garantia, que são conceitos distintos. Não se deve presumir que se trata de uma operação camuflada ou simulada, com o fim de privilegiar determinado acionista em prejuízo da Companhia e dos demais acionistas.

90. Quanto ao saldo de Lucros e Reservas disponíveis, a Companhia apresenta planilha em que, mesmo após os efeitos das opções sobre as ações permutadas (R\$ 702 milhões), ainda haveria saldo positivo nas reservas no montante de R\$ 64 milhões.

91. Quanto à permuta de ações do controlador, a Companhia reafirma seu entendimento de que a PT SGPS não seria controladora da Oi e não participou das decisões da Companhia.

92. A Companhia frisa que sempre teve esse entendimento, inclusive quando questionada pela CVM no contexto do Processo CVM RJ RJ2013/10913, que tratou de consulta da acionista Tempo Capital a respeito da operação de união das bases acionárias da Companhia e da PT SGPS.

93. Ocorre que houve decisão da CVM em tal Processo, inclusive após recurso da Companhia ao Colegiado, levando a Oi a adequar o seu formulário de referência e as demais informações públicas a respeito do seu controle para cumprir **com a posição do Colegiado, que decidiu que os acionistas da TmarPart compartilhariam o controle dessa sociedade e, conseqüentemente, da Oi.**

94. A Companhia afirma que o fim da Instrução 10 ao vedar a aquisição de ações do controlador era justamente evitar a participação do controlador da decisão societária, evitando situações de privilégio, como esclarece a Nota Explicativa CVM nº 16/80: *“A ampla gama de deveres impostos ao acionista controlador, por força do natural acesso às fontes decisórias da sociedade, recomenda o afastamento de suas ações para os efeitos de aquisição pela companhia, de modo a evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária.”*.

95. Logo, no entendimento da Companhia, não haveria dúvida de que o fim pretendido pela CVM foi atingido, já que a PT SGPS se afastou e não influenciou de forma alguma a decisão que aprovou a Permuta e a Opção.

96. A Companhia também afirma que é preciso diferenciar as operações de Permuta e Opção da subscrição de ações no aumento de capital, pois são negócios distintos. No aumento de capital, a PT SGPS subscreveu as ações pelo mesmo preço e nas mesmas condições dos demais acionistas, tendo aportado os bens contribuídos ao capital da Oi na mesma data, em 5 de maio de 2014, em que os demais acionistas integralizaram as ações por eles subscritas no aumento. Contudo, por conta da existência dos investimentos em papéis da Rio Forte, a Companhia se viu obrigada a negociar com a PT SGPS uma solução para tais investimentos.

97. Afirma também que não se deve confundir o prazo de 6 anos para exercício das Opções com as condições de integralização do aumento de capital da Oi. Naquela ocasião todos os acionistas subscreveram ações ao mesmo preço e as integralizaram na mesma data, tanto os acionistas que integralizaram ações em dinheiro na oferta como a PT SGPS, que transferiu as ações da PT Portugal à Oi quando da liquidação da oferta.

98. Argumenta que numa integralização a prazo o acionista é obrigado a cumprir com as condições de integralização estabelecidas, sob pena de se ver sujeito aos efeitos previstos no art. 107 da Lei das S.A. É diferente da Opção, já que a PT SGPS não possui a obrigação de adquirir as ações. É, sim, uma decisão que cabe exclusivamente a ela. Não se cogita de uma integralização em tais termos, pois iria em direção oposta do fim de um aumento de capital, que é justamente a capitalização da Companhia.

99. A Companhia entende serem claras e inúmeras as distinções entre a Opção contratada e a subscrição de ações em aumento de capital, não cabendo tentativa de equipará-las.

100. Também não admite que se fale em privilégios à PT SGPS, pois o Contrato de Opção e a Permuta estabelece obrigações e ônus para a PT SGPS como, por exemplo, (1) limitação à compra de ações da Oi por outro meio que não a Opção; (2) limitação ao direito de voto da PT SGPS na CorpCo a 7,5% do capital; (3) vedação à transferência da Opção sobre as ações. Diz também que essas restrições contratadas com a PT SGPS não foram impostas a outros subscritores

no aumento de capital, nem tampouco às demais ações subscritas e integralizadas pela própria PT SGPS não abrangidas pelo acordo de permuta.

101. Com relação à obrigação prevista no art. 10, parágrafo único, da Lei das S.A., que é tratada no Ofício como suposto benefício à PT SGPS, A companhia esclarece que buscar recuperar o crédito junto à Rio Forte ou com a PT SGPS era uma solução que não atendia aos interesses da Companhia.

102. A Companhia lembra ainda que a regra prevista no art. 10 da Lei das S.A. pressupõe que a companhia entre com uma ação contra o devedor do crédito e que, no limite, seja exaurida tal cobrança, e somente quando comprovada a impossibilidade de execução daquele crédito é que pode a companhia demandar do subscritor a garantia de sua solvência, nos termos do parágrafo único.

103. Para tanto, cita: “A *responsabilidade é subsidiária e não solidária. A sociedade deve primeiramente executar o devedor e, provada impossível tal execução, exigir o pagamento do subscritor, sempre atendendo ao valor pelo qual o crédito foi conferido ao capital.*” (Modesto Carvalhosa. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 1º Volume, p. 224)

104. Por fim, a respeito do tema, a Companhia afirma: Com a entrega das ações a Companhia está recebendo da PT SGPS um ativo em valor equivalente àquele pelo qual a PT SGPS subscreveu a parcela das ações relativa aos Títulos, ao mesmo tempo em que qualquer ônus relativo ao seu inadimplemento passa a ser exclusivo da PT SGPS. **Portanto a Permuta não exige a PT SGPS de suas obrigações legais como subscritora.** (grifo nosso)

105. Com relação às vedações previstas no artigo 2º da ICVM 10, a Companhia entende que não são absolutas, sendo perfeitamente cabível que o Colegiado da CVM decida pela sua não aplicação, **quando os interesses da Companhia assim exigirem.** Com efeito, no Processo CVM RJ nº 2012/1810, no contexto do pedido de registro de OPA voluntária da JBS S.A., embora se tratasse de uma OPA, A Companhia afirma que a SEP decidiu pela não aplicação da vedação prevista no art. 2º da Instrução 10. (grifo nosso)

106. Afirma que, tratando-se de norma expedida pela CVM, não há que se negar a possibilidade de o Colegiado, atentando para as circunstâncias do caso concreto, afastar as vedações ali previstas em benefício do interesse social.

107. Com relação à responsabilidade do subscritor, a Companhia afirma que não se pode falar que a Companhia eximiu a PT SGPS de sua obrigação, pois as circunstâncias do caso mostraram que a solução negocial era a mais adequada para atender os interesses da Companhia e de seus acionistas, quando comparada com a via litigiosa.

108. Acrescenta que a PT SGPS entregará à Companhia **uma quantidade de ações equivalente ao valor de face dos títulos.** Tais ações podem ser livremente alienadas pela Companhia ao seu exclusivo critério, de modo que, caso seja do seu interesse, a Companhia **poderá vender tais ações de forma a obter os recursos que não ingressaram na Companhia por ocasião da subscrição das ações pela PT SGPS com os títulos.** (grifos nossos)

109. Quanto ao recebimento de ações em garantia, a Companhia afirma que a Permuta é um contrato de execução imediata, e não prolongada no tempo. Quer isso dizer que, uma vez efetuada a troca, o contrato estará perfeito e acabado, tendo operado o seu principal efeito, que é justamente a transferência da propriedade.

110. Afirma ainda que a PT SGPS não manterá qualquer direito econômico ou político sobre as ações após a efetivação da Permuta, já que elas passam efetivamente para a titularidade da Oi e de suas subsidiárias.

111. Por fim, diz que a Opção acordada com relação às ações em nada altera este cenário; não confere à PT SGPS o direito de receber as ações. Isso por que (1) as opções podem ser liquidadas em dinheiro; e (2) a quantidade de ações objeto da Opção é reduzida anualmente

conforme percentuais previstos no Contrato de Opção. Ou seja, a Companhia não tem uma obrigação de manter a titularidade das ações permutadas, podendo delas livremente valer-se, para fazer caixa ou até mesmo cancelá-las, caso venha a ser de seu interesse.

112. Argumenta, por fim que não haveria que se falar em recebimento dessas ações em garantia. Os contratos de garantia, acessórios por natureza, servem, justamente, para assegurar o cumprimento de uma obrigação principal, a obrigação garantida. No caso concreto, admitir que há recebimento de ações em garantia seria assumir que existe uma obrigação principal da PT SGPS junto à Companhia, garantida pelas ações, o que destoaria da realidade. Com a implementação da Permuta e a entrega das ações à Companhia, a PT SGPS deixa de ter qualquer obrigação perante a Oi.

113. Quanto à contabilização das Opções, a Companhia afirma que não prevê nenhum gasto contábil ou financeiro com a Opção, tendo em vista tratar-se de uma operação privada entre Oi e PT SGPS.

114. A Companhia apresentou as premissas que levaram ao cálculo do valor das Opções ao montante de R\$ 411 milhões.

115. Por fim, quanto à Assembleia Geral, a Companhia afirma que as circunstâncias do caso exigiram que a administração da Companhia agisse de forma rápida, no interesse da Companhia, para encontrar uma solução para as divergências geradas pelo investimento na Rio Forte. Lembra ainda que a Lei das S.A. não confere à Assembleia Geral a competência para, como regra, aprovar a celebração de contratos pela Companhia com terceiros. Tal competência é, em princípio, uma matéria a ser aprovada pelos administradores da Companhia.

116. No caso, o Estatuto Social da Oi, em seu art. 32, prevê que à Diretoria compete autorizar a celebração de contratos que constituam obrigações ou compromissos para a Companhia, conforme as alçadas da Diretoria estabelecidas pelo Conselho de Administração.

DA ANÁLISE

117. Dada a complexidade do caso, e os muitos caminhos para a análise das circunstâncias, convém sugerir uma organização prévia para as tratativas neste relatório.

118. Propõe-se, inicialmente, tratar de temas menos polêmicos, em que haja precedente claro ou que confira à Área Técnica, com base nas faculdades previstas no artigo 23 da ICVM 10/80 e no artigo 6º da ICVM 390/03, segurança suficiente para sugerir, ou não, a autorização das dispensas requeridas. São eles: (i) negociação privada tanto das ações quanto das opções entre as partes; (ii) negociação a preço de mercado e/ou equivalente, tanto para as ações quanto para as Opções; (iii) quanto à verificação da suficiência do saldo de Lucros e Reservas para a execução da operação; e (iv) manutenção em tesouraria de ações acima do limite da norma (10% de cada classe e espécie de ações, incluídas neste percentual as ações mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas).

119. Quanto às dispensas pedidas em relação às vedações da ICVM 390/03, serão tratadas preliminarmente aquelas de menor potencial de divergência, são elas (artigo 3º):

I - o total das ações em tesouraria, aí incluídas e consideradas aquelas que a companhia poderia vir a adquirir mediante o exercício, por si ou por contrapartes, de opções de compra ou de venda, não poderá ser superior a 10% (dez por cento) de cada espécie ou classe de ações em circulação no mercado na data da autorização pelo Conselho de Administração ou Assembleia Geral;

II – as operações com opções previstas nesta Instrução deverão ser efetuadas nos mercados onde são negociadas as ações da companhia, sendo vedadas as operações privadas, ressalvadas aquelas

referentes a plano de opções de compra de ações, de que trata o § 3o do art. 168 da Lei no 6.404/76;

III - o prazo de vencimento das opções não poderá ser superior a 365 (trezentos e sessenta e cinco dias) corridos, contados do dia da contratação da operação;

IV - as opções somente poderão ser exercidas nas datas de vencimento;

VI - não poderá lançar mais de uma série de opção de compra e de uma série de opção de venda para cada data de vencimento.

VII – não poderá, ressalvado o disposto no § 4o do art. 2o, realizar operações no mercado à vista ou de opções em sentido contrário ao que estiver indicando as operações com opções, no período compreendido entre a autorização da operação e a data de exercício da opção.

120. Os temas que merecerão um aprofundamento maior, seja por não haver precedente claro, seja pelo ineditismo, são os seguintes: (i) negociação com ações pertencentes ao controlador (PT SGPS); (ii) possíveis benefícios ao controlador (PT SGPS); (iii) possível benefício ao subscritor (artigo 10, LSA); (iv) quanto ao recebimento de ações em garantia; (v) quanto à suficiência da aprovação em RCA e a não submissão do pleito à Assembleia Geral; e (vi) quanto à apresentação de pedido plenamente circunstanciado.

121. Quanto às operações privadas e ao preço de mercado, tanto das ações quanto das opções, a justificativa da Companhia parece proceder, uma vez que, caso fossem feitas a mercado, dado o volume envolvido, provavelmente criariam condições artificiais de demanda, de oferta ou de preço.

122. Apesar da negativa constante da Companhia de que a operação guardaria relação com a Oferta, a própria Oi afirma em seu pedido que as condições seriam idênticas, pois a Companhia entregaria os títulos pelo preço de face, e receberia a mesma quantidade de ações emitidas na Oferta.

123. Ainda, afirma que as opções guardariam relação “comutativa” com as ações permutadas, uma vez que seu preço de exercício seria o da permuta, corrigido.

124. Isso posto, como parece que a Companhia pretende que a Permuta se dê em termos semelhantes aos observados na oferta, seria praticamente impossível, dadas as condições bastante aviltadas no preço das ações, que a operação se desse a mercado, restando, para cumprir os objetivos da Companhia, a operação privada.

125. A este analista a argumentação da Companhia não pareceu muito clara, pois chega a afirmar o que se segue: “*Para a determinação do número de ações objeto da Permuta, as partes tomaram como base o preço médio ponderado por volume (VWAP) das ações preferenciais de emissão da Companhia nos 15 dias que antecederam a divulgação do Comunicado da PT SGPS que deu conhecimento sobre os investimentos nos Títulos, ocorrida em 30/06/2014.*”

126. Esse preço não deveria guardar qualquer relação com o preço estipulado na Oferta Pública da Oi, pois são datas e métodos diversos.

127. Mas, adiante se lê: “*Vale notar, ainda, que em razão das negociações em torno do preço, ao final da operação a PT SGPS entregará à Oi na Permuta um número de ações igual àquele subscrito pela PT SGPS no Aumento de Capital da Oi, evitando, assim, qualquer efeito dilutivo da subscrição.*” (grifo nosso)

128. Como seria possível garantir a “devolução” de uma quantidade igual àquela susbcrita no Aumento de Capital e garantir que os títulos sejam devolvidos pelo “valor de face”, sem que o preço das ações seja o mesmo da oferta?

129. Não é algo que comprometa a análise da pertinência e razoabilidade do pedido para negociação privada, porém mostra, como em outros pontos, que a própria Companhia, que deseja

afastar qualquer relação entre a Permuta e o Aumento de Capital, chega, muitas vezes, a tratar o acordo como se fosse intrinsecamente ligado às condições da oferta.

130. A Companhia chega a argumentar que, hipoteticamente, poderia ter um “ganho” ao devolver um título de valor incerto, provalmente muito mais baixo que o valor de face, e receber as ações pelo preço inicial da oferta. Mas é uma vantagem irreal, uma vez que, há pouco, a companhia recebeu esses títulos pelo valor de face e emitiu ações com base nesse valor.

131. Parece muito mais uma operação inversa, retornando às condições anteriores à Oferta, do que uma operação comercial regular.

132. A Área Técnica, no caso, entende que o Acordo proposto, com os objetivos de “neutralizar” os prejuízos associados aos títulos da Rio Forte, pode ser realizado fora de mercado, de forma privada.

133. Sem entrar no mérito da operação em si, o que será feito adiante, parece que as operações privadas, ao preço estipulado, tanto para transferir as ações à Oi, quanto para outorgar as opções à PT SGPS e para, eventualmente, transferir ações à PT SGPS, por força do exercício das opções, seriam a única opção da Companhia, de forma que parece-nos razoável conceder as dispensas.

134. Quanto à verificação da suficiência do saldo de Lucros e Reservas para a execução da operação, a Companhia cumpriu a exigência da Área Técnica e apresentou memória de cálculo, levando em consideração os efeitos da Permuta, para demonstrar que há saldo suficiente. Anexou também, manifestação do auditor. A dúvida quanto ao saldo de Lucros e Reservas parece sanada.

135. Quanto à manutenção de saldo superior a 10% de ações em tesouraria, a Companhia apresenta como precedentes os Processos CVM RJ nº 2012/1810, 2009/5962, 2005/8293 e 2003/6670.

136. Em referência ao Processo CVM RJ nº 2012/1810, parece-me que circunstância é diversa, pois, ao que indica o voto da Diretora Luciana Dias, seu parecer vai na direção de afastar as restrições impostas pela ICVM 10/80, quando da presença de uma oferta regida pela ICVM 361/03.

137. *"A respeito, entendo que a análise e a conclusão da GEA-2 foram bem fundamentadas e estão coerentes com a posição da CVM até este momento. Não obstante, a meu ver, a vedação contida no item "d" do art. 2º da Instrução CVM nº10/80 não deveria se aplicar às ofertas públicas registradas na CVM. Isso porque não se estaria diante das situações que aquela vedação procura evitar, quais sejam, principalmente, que o controlador utilize informações que os demais acionistas não possuem para auferir vantagem indevida em operações em que a contraparte é a própria companhia, bem como induzir a companhia a realizar operações do interesse exclusivo do controlador. Assim, a meu ver, a verificação da possibilidade de que a OPA registrada na CVM seja destinada aos controladores deveria ser feita à luz dos termos da Instrução CVM nº361/02."*

138. Quanto ao Processo CVM nº 2009/5962, não me pareceu guardar aderência ao pleito da Companhia, uma vez que a autorização para manutenção foi concedida sob o pressuposto de que “após a operação, as ações que excederem o limite de 10% previsto art. 3º da Instrução CVM nº 10/80 devem ser canceladas no prazo de três meses.”.

139. Não é o caso da Companhia, pois, ao que parece, a condição de exceção não será temporária.

140. Quanto ao Processo CVM nº 2005/8293, o Colegiado realmente se manifestou por aceitar a manutenção de ações em tesouraria acima do nível permitido com base na presunção de que houve preservação do capital social (reservas suficientes), de que o mercado estava devidamente informado e de que não houve influência no preço de mercado.

141. Porém, pareceu-me que a autorização deu-se pela impossibilidade de cancelamento das ações, pois estariam empenhadas em favor de instituições financeiras, de forma que não havia opção se não mantê-las em tesouraria até que o gravame seja desconstituído.
142. E a autorização foi expressamente concedida SOMENTE enquanto durar o gravame.
143. Não parece ser esse o pedido da Companhia, que, ao que tudo indica, poderá manter as ações por tempo indeterminado, lembrando que nem mesmo o não exercício das Opções obrigaria a Companhia a vender as ações, objeto das opções expiradas, e/ou cancelá-las.
144. Por fim, no Processo CVM nº 2003/6670, ainda nos pareceu que o Colegiado entende que a manutenção de ações em tesouraria acima do limite da norma deveria ser algo transitório, como se lê: *“Autorizar a aquisição e manutenção temporária em tesouraria de ações preferenciais "B" de emissão da Holdings, em limite não superior a 15% das ações em circulação dessa classe, até realização do 2º leilão da OPA... Havendo, após o 2º leilão, ações em tesouraria em excesso ao limite de 10% das ações em circulação, previsto no artigo 3º, da Instrução 10, a companhia deve alienar ou cancelar imediatamente o saldo de ações excedentes.”*
145. Não nos parece que os precedentes garantam vinculação ao pleito da Companhia, de forma que será necessária análise própria do caso.
146. Parece-nos que não há, ou não foi possível achar, uma autorização genérica, sem prazo e sem limite para a manutenção de ações em tesouraria acima do permitido pela norma, o que dificulta a sugestão de aprovação pela Área Técnica.
147. Entretanto, há um agravante, pois, ao outorgar opções sobre esse expressivo volume de ações em Tesouraria, a Companhia estaria sujeita também à exigência do artigo 3º da ICVM 390/03: *“as opções de compra lançadas e as opções de venda adquiridas devem estar, obrigatoriamente, lastreadas em ações em tesouraria durante o prazo de exercício das opções”*.
148. Parece-nos que, tanto a ICVM 10/80, quanto a ICVM 390/03, não foram criadas para lidar com um evento como o oferecido pela Companhia, muito atípico e montado para reduzir perdas de um aporte baseado em títulos de liquidação e valor duvidosos.
149. Não se quer dizer que as normas não se apliquem ao caso, apenas que o próprio caso não faria parte das operações naturais para as sociedades regidas pela LSA e pelo normativo da CVM.
150. Como já explicitado, parece-nos que não há comprometimento do Capital Social, não há falta de informação ao mercado e nem manipulação possível de preços, de forma que, me parece, a exigência de ações em tesouraria para lastrear as opções teria precedência sobre a exigência de manter menos de 10% de ações em tesouraria.
151. Não será possível manter as duas restrições, uma vez que são irreconciliáveis, pois se a restrição da ICVM 10/80 for aplicada, com segurança a restrição da ICVM 390/03 precisará ser relaxada, uma vez que as Opções outorgadas respondem por mais do que 10% das ações, tanto das ON quanto das PN.
152. Os riscos de não se manter lastro em ações para volume tão expressivo de opções, parece-nos bem mais expressivo do que o de se manter mais que 10% das ações em tesouraria.
153. Na hipótese de alta no valor das ações, a Companhia corre risco, caso não tenha ações em tesouraria, de ter que buscar a mercado e, possivelmente, influenciar o preço, dado o volume e os prazos curtos de liquidação após o exercício, ou de ter que liquidar financeiramente, o que poderia trazer um ônus não calculado à companhia.
154. Isso posto, é entendimento desta área técnica que, preferencialmente, se dê dispensa ao limite de 10% de Ações em tesouraria, tanto na ICVM 10/80 quanto no artigo 3º da ICVM

390/03, e se mantenha a exigência de lastro de ações em tesouraria para fazer frente aos possíveis exercícios das Opções.

155. E, ainda, seguindo o verificado nas decisões do Colegiado, de que a manutenção deverá ser transitória, que a Companhia cancele ou aliene as ações imediatamente, no caso de não exercício das Opções.

156. Encerrando a análise dos pedidos de dispensa do que determina a ICVM 390/03, já foram tratadas a proibição da manutenção de mais de 10% de Ações em Tesouraria e a proibição de negociação privada, as quais, em nosso entendimento, poderiam ter sua dispensa concedida à Companhia.

157. Também foi tratada a exigência da manutenção de lastro de Ações em Tesouraria durante o prazo de exercício das Opções, a qual, no entendimento desta Área Técnica, deveria ser mantida.

158. Com relação ao prazo máximo de 365 dias e à exigência de que o exercício só se dê na data de vencimento, entendo que sejam passíveis de dispensa, uma vez que a Operação, da forma como pensada e estruturada, não poderia ser realizada com essas restrições.

159. Não vislumbro prejuízo específico à Companhia e ao mercado por conceder as dispensas para esses itens.

160. Quanto à negociação com ações do Controlador, que não estaria ao alcance das dispensas possíveis pela invocação do Artigo 23 da ICVM 10/80, vale ressaltar que o pedido tem muitas vertentes.

161. A Companhia quer, inicialmente, que se considere que a PT SGPS não seria sua controladora. Caso não seja possível considerar, quer que a CVM aceite como precedente para autorização o Processo CVM nº 2012/1810 e, caso ainda não seja possível, a Companhia pede ao Colegiado, por ser norma própria da CVM, que afaste as restrições o artigo 2º em benefício do interesse social.

162. Com relação à aceitação de que a PT SGPS não seria controladora da Oi, não parece razoável o pleito, uma vez que este entendimento é recente e foi proferido pelo próprio Colegiado da CVM, que determinou, inclusive, atualização do Formulário de Referência e demais informações públicas a seu respeito (Proc. RJ2013/10913, reunião de 25/03/2014). Fato este confirmado pela própria Companhia em sua resposta ao Ofício da SEP: *“Ocorre que por conta da decisão da CVM em tal Processo, inclusive após recurso da Companhia ao Colegiado, a Companhia teve de adequar o seu formulário de referência e as demais informações públicas a respeito do seu controle para cumprir com a posição do Colegiado, que decidiu que os acionistas da TmarPart compartilhariam o controle dessa sociedade e, conseqüentemente, da Oi.”*

163. Isso posto, entendo que não há mais o que discutir a respeito do mérito, pois é entendimento desta CVM que a PT SGPS é controladora da Oi.

164. Quanto ao precedente apresentado, parece-me evidente que não se concedeu dispensa de vedação disposta no artigo 2º da ICVM 10/80, o que ocorreu foi o afastamento da própria instrução, na presença de oferta regida pela ICVM 361/03. Parece-nos que a diretora foi suficientemente clara para indicar que é a própria norma que não se aplica, no caso de oferta regida pela ICVM 361/03, como se segue: *“A respeito, entendo que a análise e a conclusão da GEA-2 foram bem fundamentadas e estão coerentes com a posição da CVM até este momento. Não obstante, a meu ver, a vedação contida no item “d” do art. 2º da Instrução CVM nº10/80 não deveria se aplicar às ofertas públicas registradas na CVM. Isso porque não se estaria diante das situações que aquela vedação procura evitar, quais sejam, principalmente, que o controlador utilize informações que os demais acionistas não possuem para auferir vantagem indevida em operações em que a contraparte é a própria companhia, bem como induzir a companhia a realizar operações do interesse exclusivo do controlador. Assim, a meu ver, a verificação da possibilidade*

de que a OPA registrada na CVM seja destinada aos controladores deveria ser feita à luz dos termos da Instrução CVM nº361/02."

165. Restaria à Companhia requerer que o Colegiado afaste as vedações do Artigo 2º da ICVM 10/80 com base na especificidade da circunstância apresentada. Ressalte-se que esse pedido não estaria baseado no Artigo 23 da mesma instrução.

166. A Companhia argumenta: *"...adotadas as salvaguardas necessárias para que o acionista controlador não esteja em uma posição de privilégio pela sua qualidade de controlador, como é o caso, em que a negociação com a PT SGPS foi realizada de forma independente, sem a utilização de caixa da companhia e claramente em benefício único da Companhia e todos os seus acionistas, não há razão para se restringir a operação pretendida pela Companhia."*

167. Há, entretanto, que se aceitar pelo menos dois pressupostos para sugerir que o Colegiado possa tomar decisão inédita, de autorizar a dispensa da vedação do artigo 2º da ICVM 10/80: o primeiro é de que não há privilégio ao controlador, o segundo é que o Acordo foi realizado em benefício único de todos os acionistas.

168. É inadequado que a Companhia afirme estar agindo, neste Acordo de Permuta, em nome de todos os acionistas, uma vez que não ofereceu e, ao que parece, não pretende oferecer, à deliberação em Assembleia Geral.

169. Ressalte-se que é inequívoco o interesse social da PT SGPS, uma vez que o Acordo, naquela sociedade, foi aprovado em Assembleia Geral, porém, o que garantiria que o Acordo seria aprovado em Assembleia Geral da Oi, para que a Administração possa, efetivamente, falar em nome do interesse da sociedade?

170. A Companhia parece fazer confusão ao reiterar que a PT SGPS não foi beneficiada, uma vez que seus representantes nos Conselhos de Administração da Oi e da Tmarpart não participaram. Afirma: *"Logo, não há dúvida de que o fim pretendido pela CVM foi atingido, já que a PT SGPS se afastou e não influenciou de forma alguma a decisão que aprovou a Permuta e a Opção, embora, vale lembrar, ela sequer possa ser considerada controladora da Oi."*

171. O artigo 115 da LSA, que trata de abuso do direito de voto e conflito de interesse, demonstra explicitamente em seu parágrafo primeiro que a abstenção deverá se dar no âmbito da Assembleia-Geral e não do Conselho de Administração.

172. Não é razoável aceitar que o benefício ficaria descaracterizado porque os "representantes" do sócio se abstiveram de votar nas RCAs que deliberaram pela aceitação do Acordo, até porque seria irrazoável que, uma vez aprovado o Acordo na Assembleia Geral da PT SGPS, seus "representantes" agissem de forma contrária a essa decisão nas RCAs citadas.

173. Mas, com segurança, ficaria caracterizado que não há benefício, no entendimento da sociedade, se, em Assembleia Geral o pleito fosse aprovado SEM a participação da PT SGPS.

174. Entendo como inconveniente e inoportuno para esta CVM abrir mão de uma regra de quase 3 décadas e meia, até onde se sabe, nunca flexibilizada, por um Acordo em que nem mesmo a sociedade pôde deliberar.

175. Vale, neste ponto, iniciar a análise sobre os possíveis benefícios à PT SGPS, para complementar a inconveniência de se aceitar a decisão do Conselho de Administração como sendo a decisão da sociedade.

176. A Companhia quer nos fazer crer que havia vício oculto, no que se refere aos títulos da Rio Forte, como se lê: (i) *"Em 30/06/2014, com a divulgação de Comunicado pela PT SGPS, posteriormente, portanto, à liquidação da Oferta e dos Ativos PT, que se deu em 5/05/2014, verificou-se que parte dos Ativos PT era composta por aplicações financeiras realizadas pela PT SGPS, em Títulos da Rio Forte, no valor total de 897 milhões de euros, embora, nas demonstrações financeiras divulgadas pela PT SGPS não houvesse qualquer referência expressa*

a tal fato, a despeito do investimento não atender, por exemplo, aos critérios de diversificação de risco e de alocação de recursos divulgados pela própria PT SGPS nas notas explicativas às suas demonstrações financeiras.” (grifo nosso); e (ii) *“Mais ainda: a essa altura, já ficara claro para o mercado a situação de crise financeira aguda por que passava o grupo Espírito Santo, maior acionista da PT SGPS, e ainda assim não foi feita qualquer ressalva ou referência aos investimentos nos documentos públicos disponibilizados pela PT SGPS.”*

177. Parece-nos impraticável que se aplique recursos de caixa em títulos de partes relacionadas, em desacordo com as regras de compliance, sem intenção, sem querer.

178. Apesar de a Companhia querer considerar que a contribuição ao seu capital, por parte da SGPS, foi definida na avaliação global dos ativos da PT SGPS, não está claro que, em havendo um ativo expressivo com vício oculto, apenas o “desmembramento” do Ativo global, retirando esses títulos, garantiria a manutenção das premissas do laudo de avaliação.

179. Em resumo, parece-nos que o laudo de avaliação restaria prejudicado, uma vez que o ativo possivelmente mais expressivo e mais “líquido” perdeu suas características. Não está claro que apenas a “retirada” dos valores garantiria ao restante dos ativos a manutenção de seu valor. Este valor poderia estar influenciado pelo colchão de liquidez, que não mais existe.

180. Parece, entretanto, que a Companhia não quer discutir a Oferta, apesar de ter montado uma operação que parece tentar reverter as condições da mesma, retirando os ativos com vício oculto.

181. Até poderia parecer uma operação que sanearia eventuais prejuízos aos outros subscritores e acionistas da Oi, não fosse a presença do expressivo volume de opções outorgadas que, na própria opinião da Companhia guarda relação comutativa com as ações retomadas, permitindo à PT SGPS retomar sua participação acionária, com prazo de 6 anos, pelo mesmo valor da oferta com correção pelo CDI + juros.

182. Apesar das negativas da Companhia quanto à relação entre o Acordo e as condições de Oferta, a mesma entende que os esforços da PT SGPS deveriam ser no sentido de capitalizar a Companhia, como se lê: *“Como forma de incentivar que a PT SGPS apenas aplique recursos na aquisição de participação na Companhia ou na CorpCo através do exercício da Opção, enquanto esta permanecer em vigor, a PT SGPS não poderá comprar ações de emissão da Oi ou da CorpCo, direta ou indiretamente, por qualquer forma que não através do exercício da Opção. A PT SGPS não poderá ceder ou transferir a Opção, nem tampouco outorgar quaisquer direitos decorrentes da Opção, inclusive garantias, sem o consentimento da Oi. Caso a PT SGPS emita, direta ou indiretamente, derivativos que estejam lastreados ou referenciados em ações de emissão da Oi ou da CorpCo deverá imediatamente utilizar a totalidade dos recursos financeiros auferidos, direta ou indiretamente, em tais operações na aquisição de Ações Objeto da Opção”*.

183. A Companhia pontua que *“Também não se deve falar em privilégio porque o Contrato de Opção e a Permuta também estabelecem obrigações e ônus relevantes para a PT SGPS como, por exemplo, (1) limitação à compra de ações da Oi por outro meio que não a Opção; (2) limitação ao direito de voto da PT SGPS na CorpCo a 7,5% do capital; (3) vedação à transferência da Opção sobre as ações. Não é preciso dizer que essas restrições contratadas com a PT SGPS não foram impostas a outros subscritores no aumento de capital, nem tampouco às demais ações subscritas e integralizadas pela própria PT SGPS não abrangidas pelo acordo de permuta. Não se deve, portanto, buscar equiparar as condições, já que se trata de negócios distintos e com objetivos diferentes.”*

184. A argumentação grifada não faz muito sentido, pois a nenhum dos outros subscritores foi oferecida a Opção de compra ao longo de 6 anos e, ainda, pelo que parece, a limitação de voto restringe-se à CorpCo e não à Oi. Sem dúvida é um ônus à PT SGPS, mas numa

sociedade que, em tese, terá capital pulverizado, não se sabe, na prática, qual o efeito objetivo dessa limitação política.

185. Já os benefícios são bem claros e mensuráveis.

186. O primeiro é considerar que o Laudo de Avaliação manteria sua integridade, na hipótese de perda de seu ativo mais líquido. Essa lógica faz parte da estratégia de considerar a oferta como fato consumado.

187. As opções, segundo a própria Companhia, valem R\$ 411 milhões. A devolução do ativo com vício redibitório e o recebimento das ações emitidas, em tese, poderiam sanar a questão, de forma bastante simplificada, mas há a outorga de ativos em valor expressivo à PT SGPS.

188. Apesar de a Companhia entender que não seria uma operação simulada ou camuflada, na forma de integralização a prazo, pois se assim fosse a PT SGPS estaria obrigada a cumprir as condições de integralização, como se lê: *“Ora, em uma integralização a prazo – o que se admite apenas para argumentar – o acionista é obrigado a cumprir com as condições de integralização estabelecidas, sob pena de se ver sujeito aos efeitos previstos no art. 107 da Lei das S.A. É diferente da Opção, já que a PT SGPS não possui a obrigação de adquirir as ações. É, sim, uma decisão que cabe exclusivamente a ela. Não se cogita de uma integralização em tais termos, pois iria em direção oposta do fim de um aumento de capital, que é justamente a capitalização da Companhia.”*

189. Relembre-se que a Companhia continua demonstrando interesse no exercício das opções, conforme demonstrado anteriormente, de forma que a condição oferecida parece-nos muito mais vantajosa do que a eventual integralização a prazo.

190. À PT SGPS é conferido o direito de recompor sua participação, ao longo de 6 anos, ao preço da oferta corrigido, porém, caso as condições de preço forem desvantajosas, estando os valores de mercado menores que os de exercício, bastaria à PT SGPS não exercer as opções.

191. No caso contrário, de preços de mercado acima dos preços de exercício, a PT SGPS recomporia sua base acionária em condições melhores que as de mercado.

192. É bastante difícil entender essa situação como desvantajosa.

193. Aproveitando para tratar da questão das ações dadas em garantia, a Companhia afirma: *“No caso concreto, admitir que há recebimento de ações em garantia seria assumir que existe uma obrigação principal da PT SGPS junto à Companhia, garantida pelas ações, o que destoa totalmente da realidade. Com a implementação da Permuta e a entrega das ações à Companhia, a PT SGPS deixa de ter qualquer obrigação perante a Oi. Ora, se não há obrigação a ser garantida, não se deve falar em recebimento de ações em garantia, porque o contrato acessório não poderia sobreviver sem que houvesse, por trás dele, um contrato principal a ser garantido.”*

194. Ora, parece-nos que há interesse SIM em poder retornar à condição acionária inicial por parte da Oi e da PT SGPS, caso contrário não faria sentido a existência das Opções, em condições comutativas, segundo a própria empresa, e com esforços contratuais para incentivar a PT SGPS a comprar ações EXCLUSIVAMENTE através das opções.

195. Pode não ser um contrato de garantia simples, tradicional, mas o efeito é idêntico.

196. O que se quer proteger e garantir é a participação acionária perdida. Esse interesse está posto no pedido. Trata-se de um “quase penhor”.

197. E, ao contrário do que diz a Companhia, em tese ela NÃO poderia vender essas ações, pela vedação explicitada na ICVM 390/03 e que, em princípio, esta Área Técnica sugere que seja mantida. Elas deveriam servir de lastro às opções outorgadas. Essa é a lógica.

198. Pode-se até afastar, por literalidade, que a Companhia esteja recebendo suas ações em garantia, como afirma a Companhia: *“Não há que se falar em recebimento dessas ações em*

garantia. Os contratos de garantia, acessórios por natureza, servem, justamente, para assegurar o cumprimento de uma obrigação principal, a obrigação garantida”.

199. Mas é impossível não ver que a operação vista em toda sua complexidade resta quase plenamente assemelhada a uma operação garantida por essas ações.

200. A PT SGPS perdeu a participação acionária, que inclusive era condição para consecução da reestruturação, entregou suas ações e terá o direito de recomprá-las em condições semelhantes à da oferta.

201. É evidente que não tem a obrigação, porém, mesmo que tivesse e descumprisse, a punição última seria perder as ações. O efeito é muito próximo, se não idêntico, com vantagem de não haver obrigação de recompor sua base acionária.

202. Pode não ser entendida como operação garantida pelas ações, mas essa Área Técnica não consegue ver diferença material relevante entre o que se pretende com as Opções e o que se teria se, de fato, houvesse obrigação de comprar as ações.

203. Como último ponto de benefício, vale discorrer sobre eventuais benefícios ao subscritor.

204. Aqui vale pontuar uma interessante conveniência adotada pela Companhia. Quando busca afastar e hipótese de benefício ao subscritor, afirma: *“Convém lembrar que a regra prevista no art. 10 da Lei das S.A. pressupõe que a companhia entre com uma ação contra o devedor do crédito e que, no limite, seja exaurida tal cobrança, e somente quando comprovada a impossibilidade de execução daquele crédito é que pode a companhia demandar do subscritor a garantia de sua solvência, nos termos do parágrafo único.”*

205. E traz Modesto Carvalhosa, em Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 1º Volume, p. 224: *“A responsabilidade é subsidiária e não solidária. A sociedade deve primeiramente executar o devedor e, provada impossível tal execução, exigir o pagamento do subscritor, sempre atendendo ao valor pelo qual o crédito foi conferido ao capital.”*

206. No mesmo livro, página 223, lê-se: *“Pela lei vigente o subscritor responde pelo pagamento do crédito incluído em um patrimônio líquido conferido, ou seja, em um complexo de direitos e obrigações conferido ao capital das sociedades.”*

207. Ao que parece, nesse caso a Companhia entende que o título da Rio Forte seria um crédito incluído no patrimônio líquido conferido.

208. Parece-nos que o *ratio* desse entendimento é que, normalmente, em patrimônio líquido conferido ficaria difícil a responsabilização individualizada, uma vez que seu valor é contribuído como um todo complexo.

209. Mas pareceu conveniente à Companhia entender que no valor contribuído, na presença dos títulos com vício oculto, poderia-se segregar o valor de face dos títulos, o que, em meu entendimento, desconfiguraria o “complexo de direitos e obrigações conferido ao capital da sociedade”. Nesse sentido, a companhia deveria acionar o subscritor.

210. De qualquer forma, parece-nos que a responsabilidade por vício oculto resta imputada à PT SGPS, como se lê no mesmo livro, página 222: *“Da mesma forma responde o subscritor se ao tempo da tradição da coisa à companhia estiver ela comprometida por vícios ou defeitos ocultos que a tornem imprópria ao uso que lhe é destinada ou que lhe diminuam o valor”*.

211. Ainda na página 223 se lê, a respeito da nulidade da cláusula de exclusão de responsabilidade: *“É nula de pleno direito a cláusula contratual ou estatutária que exclua a responsabilidade do subscritor por vícios redibitórios ou pela evicção.”*

212. A leitura do Contrato do Permuta, parece-nos, traz cláusula que exclui a responsabilidade do subscritor e de seus administradores, como se lê: *“Quitação: Sujeita ao*

Fechamento, na forma aqui prevista, o PT Finance, a PT Holding, a CorpCo e a Oi outorgam, diante da consumação da Permuta, ampla, rasa, geral e irrevogável quitação à PT SGPS, e aos administradores da PT SGPS, em relação à realização das aplicações financeiras nos Títulos e de sua posterior utilização para a finalidade de Contribuição ao Aumento de Capital da Oi, nada tendo a reclamar, no presente, no passado ou futuro a esse respeito, sob qualquer pretexto, incluindo omissões ou incompletude de informações relacionadas especificamente aos Títulos, sua situação e riscos envolvidos, ressalvado exclusivamente o disposto na Cláusula 5.2.1.”

213. A Cláusula 5.2.1. diz respeito à manutenção do direito de regresso da PT Financei, PT Holding, CorpCo e Oi contra a PT SGPS.

214. Sem considerar eventual nulidade de cláusula, resta evidente que, não só para a PT SGPS, mas também para seus administradores, há benefício claro.

215. Parece-nos que a Companhia estará eximindo a PT SGPS de suas obrigações perante o artigo 10 da LSA.

216. E, diga-se, sem aprovação assemblear.

217. Aqui vale tratar, em simultâneo, da necessidade de aprovação assemblear e das circunstâncias apresentadas para instruir o pedido.

218. A Companhia afirma, em todos os momentos, que a opção litigiosa seria muito pior do que a solução negociada. Diz isso em nome dos acionistas, apesar de não ter oferecido à deliberação assemblear.

219. Entendo que, em uma Assembleia Geral convocada para deliberar sobre o tema, dever-se-ia informar aos acionistas, de forma clara, precisa e suficientemente ampla, tanto as condições da solução negociada, o que está informado, quanto as condições da solução litigiosa, o que não está informado em qualquer documento público da Companhia. Nem mesmo em atas de Conselho de Administração, caso tenha sido instado a decidir sobre o melhor caminho para a Companhia.

220. Resta prejudicada a análise da plena circunstância, pois não há qualquer dado objetivo, qualquer estimativa de custos, qualquer plano de ação ou estratégia para o contencioso.

221. A Companhia faz crer que nada poderia fazer contra eventual acionista remisso, ou que este permaneceria com seus plenos direitos, mesmo tendo contribuído com ativo onde se vê, claramente, vício oculto, o que não parece plenamente de acordo com a previsão legal.

222. Sem entrar em detalhes do processo propriamente dito, parece-nos que a lei dá poderes à Assembleia Geral para suspender direitos de acionista que deixar de cumprir o que determina a LSA, em seu artigo 120: “*A assembleia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação.*”.

223. É claro que a Companhia poderia demonstrar com clareza seu ponto, de que a solução litigiosa seria muito pior ao interesse da sociedade, porém não o fez, nem à esta CVM, nem aos acionistas.

224. Com relação à eventual desnecessidade de aprovação assemblear, diz a companhia: (i) “*É conveniente lembrar que a Lei das S.A. não confere à assembleia geral a competência para, como regra, aprovar a celebração de contratos pela Companhia com terceiros. Tal competência é, em princípio, uma matéria a ser aprovada pelos administradores da Companhia. O Estatuto Social da Oi, em seu art. 32, prevê que à Diretoria compete autorizar a celebração de contratos que constituam obrigações ou compromissos para a Companhia, conforme as alçadas da Diretoria estabelecidas pelo Conselho de Administração.*”; e (ii) “*Assim é que os contratos definitivos da Permuta e da Opção foram submetidos e aprovados pelo Conselho de Administração da Companhia, em reunião realizada em 08 de setembro de 2014.*”

225. A Companhia quer fazer crer que o que se discute é meramente um contrato, dissociado de efeitos societários relevantes, de outorga de valores mobiliários a acionistas, de eventual quitação de obrigações societárias etc.

226. Os acionistas aprovaram a operação com a Portugal Telecom e o posterior Aumento de Capital com base em pressupostos que não mais se verificam, como, por exemplo, a validade do laudo de avaliação dos bens da PT SGPS, a presunção de que haveria incremento na qualidade da Governança Corporativa com a entrada da PT e a presunção de boa-fé e convívio amigável entre os acionistas relevantes.

227. A justificativa de que a aprovação de contratos é de responsabilidade suficiente da administração esbarra nas inúmeras assertivas, muitas grifadas neste relatório, em que a administração toma sua decisão como sendo no melhor interesse dos acionistas, mas isso não seria verificável, no caso como esse, sem aprovação assemblear.

228. Em jogo está, entre outros pontos: (i) quitação de responsabilidade presente, passada e futura da PT SGPS, pelo uso dos títulos da Rio Forte na contribuição ao capital da Oi; (ii) concessão de expressivo volume de derivativos à PT SGPS, cujo valor atual atinge R\$ 411 milhões; (iii) decisão de buscar o caminho negocial apresentado, sem qualquer avaliação objetiva da opção litigiosa; e (iv) levar adiante os termos da reestruturação, mesmo diante de fatos tão graves que, evidentemente, colocaram a Companhia e seu principal acionista em lados opostos.

229. É competência exclusiva da Assembleia Geral: “VI - *deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e V - suspender o exercício dos direitos do acionista*”.

230. Parece-me claro o suficiente que as condições em que se deliberou sobre os bens contribuídos e sobre a reestruturação não mais se verificam e, ao que tudo indica, os fatos novos, na realidade, representam vícios ocultos, tanto nos Títulos quanto eventualmente na conduta do acionista envolvido.

231. Sobre o último ponto acima, a administração da PT SGPS não poderia, em princípio, investir sem intenção suas disponibilidades imediatas em títulos de empresa ligada ao controlador, cuja situação financeira já era questionada antes mesmo da rolagem do título em abril de 2014, e, principalmente em desacordo com as regras de *compliance* da própria empresa.

232. Não cabe discutir a questão judicial, mas a presunção de que a reestruturação traria um sócio que emprestaria elevados padrões de governança à Oi.

233. Não parece razoável que a administração tome decisões desse porte, em nome dos acionistas, sem consultá-los formalmente.

234. Além disso, não é possível avaliar o impacto na operação dos seguintes eventos: (i) a possível consolidação do setor de telecomunicações no Brasil (vide Fato Relevante da OI de 26/08/2014); (ii) a celebração de contrato de Compra e Venda de Ações da PT Portugal SPGS S.A. com Altice (vide Fato Relevante da Oi de 09/12/2014 e Comunicado ao Mercado da Oi de 16/12/2014); e (iii) a investigação (na CVM, na CMVM e na SEC) a respeito do possível prévio conhecimento por parte de administradores da OI dos investimentos nos Títulos da Rio Forte.

235. Desse modo, também por esse motivo, o pedido não estaria plenamente circunstanciado.

CONCLUSÃO

236. Pareceu à Área Técnica que para alguns pontos do acordo poderiam ser concedidas as dispensas excepcionais sem prejuízo do mercado e do espírito da lei e da norma.

237. Seriam elas: (i) negociação privada das ações e das opções, ao preço definido nos contratos; (ii) manutenção em tesouraria de valores acima dos 10% estipulados na norma, enquanto permanecerem válidas as Opções outorgadas; (iii) permissão para manter a Opção válida por mais de 365 dias e para que possa ser exercida antes do prazo contratual (prazo máximo para exercício); e (iv) reconhecimento de que há saldo de Reservas e Lucros para garantir a operação preservando o capital.
238. Já no que se refere à dispensa de se manter as ações em tesouraria para lastrear as opções, não nos parece razoável conceder.
239. O objetivo da norma, nos parece claro, é a proteção das finanças da Companhia, bem como evitar que se possa especular com derivativos sem a devida cobertura.
240. Ainda pior, nesse caso, pois o valor envolvido é muito mais alto até do que o limite imposto pelas ICVM 10/80 e ICVM 390/03, de 10% de ações em tesouraria.
241. Não parece que haveria benefício relevante à Companhia se, por acaso, “monetizasse” as ações a valor inferior ao previsto na oferta. Por outro lado, caso a ação suba acima do valor de exercício das opções, a Companhia, caso venda, entra no risco de ter que arcar com valores ainda mais altos à época do exercício, sem ter as ações em lastro.
242. Parece-nos que permitir operar a descoberto, trará apenas riscos financeiros à Companhia, sem benefício evidente.
243. Dessa forma, entendo que a exigência de manutenção de lastro em ações deveria ser mantida, até porque, em princípio, não parece condição fundamental do Acordo.
244. Quanto à negociação com ações do controlador, entendo que o pleito da Companhia só poderá ser atendido se, de forma inédita, esta CVM afastar as condições do artigo 2º da ICVM 10/80.
245. Não vejo mérito na argumentação de que a PT SGPS não seria controladora da Companhia, uma vez que é entendimento recente proferido pelo próprio Colegiado.
246. O precedente apresentado pela Companhia, procurando afastar o artigo 2º, não tem relação com o caso, pois o afastamento se deu no âmbito de oferta regida pela ICVM 361/02 onde se entendeu que as garantias normativas já estariam previstas na norma que rege a oferta.
247. Quanto ao pedido para que o Colegiado, por ser norma própria da CVM, afaste a exigência prevista no artigo 2º, entendo que a circunstância apresentada, a de que haveria garantias de que o controlador não estaria sendo beneficiado, não parece se sustentar.
248. Primeiro porque o Artigo 115 da LSA, que trata de abuso de direito de voto, benefício particular e conflito de interesses, só afasta essas possibilidades no caso de abstenção em Assembleia Geral, não em reunião da administração. A abstenção dos indicados da PT SGPS em votar nas RCAs da Oi e da TmarPart não pode significar que a inexistência de benefício ao controlador esteja assegurada.
249. Segundo porque, apesar das veementes negativas, parece bastante evidente que há vários elementos que beneficiam a PT SGPS, conforme já descritos neste relatório.
250. Desde alguns evidentes como os R\$ 411 milhões das Opções, até alguns indiretos como a possibilidade de recompor a base acionária perdida em até 6 anos, preservando as condições de preço (+ correção).
251. Ainda há uma cláusula que parece eximir tanto a PT SGPS quanto seus administradores de qualquer responsabilidade pela contribuição de ativo com vício oculto.

252. Ora, nem é possível dizer se, à luz da legislação brasileira, esta cláusula seria válida, mas, em meu entendimento, uma quitação de responsabilidade representa um significativo benefício, principalmente aos administradores da PT SGPS.

253. Dessa forma, entendo ser inconveniente e inoportuno admitir o afastamento da proibição do artigo 2º, o que nunca foi feito em 34 anos, para uma circunstância tão complexa e, ao mesmo tempo, tão incerta, principalmente por não ser fruto de decisão Assemblear.

254. Acrescente-se a inconveniência de deliberar sem conhecimento dos desdobramentos das investigações que ocorrem no âmbito da CVM, da CMVM e da SEC. Nesse sentido, ressalte-se que, em 06/01/2015, o Jornal Brasil Econômico noticiou que os escritórios da PT SGPS foram alvo de buscas policiais no âmbito de um inquérito sobre suspeitas de fraude qualificada, estando a investigação focada em aplicações financeiras realizadas pela empresa.

255. Por fim, parece-nos que o pedido não está plenamente circunstanciado, conforme exige o art. 23 da ICVM 10/80 (vide §§ 217 a 233 e 234/235).

256. Caso o Colegiado entenda por dar provimento ao pleito da Companhia, sugere-se que os temas aqui levantados sejam levados à deliberação assemblear, principalmente para que possa se posicionar sobre os vários itens que causaram especial desconforto neste relatório.

257. Por fim, cabe ressaltar que a SRE encaminhou manifestação que foi anexada aos autos (fls. 515 a 523).

258. Isto posto, sugere-se o encaminhamento do processo ao SGE para que, se de acordo, o submeta ao Colegiado para apreciação.

Atenciosamente,

(original assinado por)

PAULO ROBERTO PORTINHO DE CARVALHO
Analista – GEA-2

De acordo.

À SEP,

(original assinado por)

DANIEL ALVES ARAÚJO DE SOUZA
Gerente de Acompanhamento de Empresas 2

De acordo.

À SGE,

(original assinado por)

FERNANDO SOARES VIEIRA
Superintendente de Relações com Empresas