

**Processo Administrativo nº RJ2014/11297**  
Reg. Col. nº 9537/2015

**Interessado:** Oi S.A.  
**Assunto:** Pedido de dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 10, de 1980 e da Instrução CVM nº 390, de 2003

**Diretora Relatora:** Luciana Dias

**Voto**

1. Trata-se de pedido da Oi S.A. (“Oi” ou “Companhia”) para a dispensa da aplicação pela CVM de diversos dispositivos das Instruções CVM nº 10, de 1980, e nº 390, de 2003 (“Pedido”), com a finalidade de viabilizar a concretização do acordo (“Acordo”) firmado com a Portugal Telecom SGPS S.A. (“PT SGPS”).

2. O Acordo tem como objetivo minimizar o impacto do inadimplemento, por parte da Rio Forte Investments S.A., de títulos por ela emitidos no valor de €897 milhões (“Títulos”), os quais faziam parte dos ativos da PT Portugal SGPS S.A. e da Portugal Telecom International Finance BV (“Subsidiárias da Oi”), empresas que eram controladas pela PT SGPS e que foram contribuídas no aumento de capital da Oi por meio de oferta pública de distribuição encerrada em 6.5.2014 (“Oferta”).

3. De forma resumida, o Acordo prevê:

- i) a devolução, por meio das Subsidiárias da Oi, dos Títulos pelo seu valor de face à PT SGPS, que entregaria, em contrapartida, 474.348.720 ações ordinárias e 948.697.440 ações preferenciais de emissão da Oi (“Ações Permutadas”) – ou da CorpCo (companhia resultante do processo de integração de ativos entre Oi e PT SGPS), se ocorrer após o encerramento da incorporação de ações (“Permuta”)<sup>1</sup>; e
- ii) a outorga não onerosa à PT SGPS de uma opção para recompra das Ações Permutadas ao longo de 6 anos<sup>2</sup>, com possibilidade de exercício a qualquer tempo e pelo preço de R\$1,8529 e R\$2,0104 por ação preferencial e ordinária, respectivamente, corrigidos pelo CDI + juros de 1,5% ao ano (“Opção”).

---

<sup>1</sup> O preço adotado para determinar o número de Ações Permutadas teria sido o preço médio ponderado por volume das ações preferenciais de emissão da Oi nos 15 dias anteriores à divulgação do comunicado da PT SGPS a respeito dos investimentos nos Títulos.

<sup>2</sup> A quantidade de Ações Objeto da Opção diminui a taxas de 10% no primeiro ano e 18% ao ano nos cinco anos subsequentes.

4. Para a consecução desse Acordo e considerando o disposto nas Instruções CVM nº 10, de 1980, e nº 390, de 2003, seria necessário que o Colegiado, nos termos do art. 23 da Instrução CVM nº 10, de 1980<sup>3</sup>, e do art. 6º da Instrução CVM nº 390, de 2003<sup>4</sup>, autorizasse:

- i) a transferência de forma privada das Ações Permutadas detidas pela PT SGPS para a titularidade das Subsidiárias da Oi, o que demandaria a dispensa do art. 9º da Instrução CVM nº 10, de 1980<sup>5</sup>;
- ii) a transferência, para a tesouraria da Companhia, de ações pertencentes ao seu acionista controlador, a PT SGPS, vedada pelo art. 2º, alínea “d”, da Instrução CVM nº 10, de 1980<sup>6</sup>;
- iii) a manutenção em tesouraria de ações ordinárias e preferenciais em quantidade acima do limite de 10% de ações de cada espécie e classe, o que demandaria a dispensa do art. 3º da Instrução CVM nº 10, de 1980<sup>7</sup>, para a Permuta, e do art. 3º, I, da Instrução CVM nº 390, de 2003<sup>8</sup>, para a Opção; no caso concreto, a porcentagem de ações em tesouraria aumentaria de 2,94% das ações ordinárias e 1,27% das ações preferenciais para 19,52% e 17,85%, respectivamente;
- iv) a transferência de forma privada das Ações Objeto da Opção a serem detidas pela Oi para a titularidade da PT SGPS, se a Opção vier a ser exercida pela PT SGPS, vedada pelo art. 3º, inciso II, da Instrução CVM nº 390, de 2003<sup>8</sup>;

---

<sup>3</sup> “Art. 23. Respeitado o disposto no Art. 2º, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução”.

<sup>4</sup> “Art. 6º A CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução”.

<sup>5</sup> “Art. 9º A aquisição de ações, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e a respectiva alienação serão efetuadas em bolsa, salvo se a companhia só tiver registro para negociar em mercado de balcão, vedadas as operações privadas”.

<sup>6</sup> “Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;”.

<sup>7</sup> Art. 3º As companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% (dez por cento) de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações existentes, mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas.

<sup>8</sup> Art. 3º A companhia que se utilizar da faculdade prevista no art. 2º deverá observar o seguinte:

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;

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;

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;

- v) a 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, em conflito com o art. 3º, incisos III e IV, da Instrução CVM nº 390, de 2003<sup>8</sup>; e
- vi) a dispensa do art. 3º, inciso V, da Instrução CVM nº 390, de 2003<sup>8</sup>, que determina a manutenção em tesouraria das ações objeto de opções.

5. De modo geral, a Oi argumenta que o Acordo seria benéfico à própria Companhia e a seus acionistas porque:

- i) a adoção de medidas judiciais contra a PT SGPS para reduzir os impactos do inadimplemento poderia demorar anos e prejudicar os acionistas e a própria operação de integração dos ativos entre Oi e PT SGPS;
- ii) a Oi e seus acionistas ficariam livres dos efeitos negativos dos investimentos nos Títulos e poderiam se beneficiar da recomposição de caixa decorrente da eventual alienação das Ações Permutadas;
- iii) haveria um aumento da participação relativa dos atuais acionistas na Companhia, em função do “enxugamento” do número de ações da Oi em circulação; e
- iv) a integridade do capital social e a proteção dos investidores e do mercado contra a manipulação de preços das ações estariam preservadas pelas características da operação<sup>9</sup>.

6. Embora não diretamente envolvida no Pedido, mas devido à forte relação do Acordo com a Oferta, a Superintendência de Registros de Valores Mobiliários (“SRE”) manifestou-se no presente processo no sentido de que a Permuta poderia vir a restabelecer a equidade entre os acionistas, atribuindo a cada qual uma participação no capital social na exata medida de sua efetiva contribuição.

7. No entanto, para SRE, o Acordo não reestabeleceria a estrutura patrimonial prevista após a conclusão da Oferta, pois o acionista teria recebido ações de uma Companhia com menos €897 milhões em caixa ou equivalentes. Isto teria ocorrido por falha informacional no prospecto da Oferta.

8. Com relação à Opção, a SRE entendeu que o contrato conferiria à PT SGPS um tratamento diferenciado de preço e condição de pagamento, pois, na essência, estaria sendo dada a oportunidade ao controlador de integralizar as Ações Permutadas a preço inferior ao realizado na Oferta e de forma parcelada.

9. A SRE parece sugerir que o Acordo fosse tratado como uma das hipóteses de revogação da aceitação da Oferta, encerrada em 6.5.2014, com restituição integral dos valores investidos, nos termos dos arts. 20 e 27 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

10. A Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), após detalhada análise do Pedido e dos Contratos de Permuta e de Opção, manifestou não haver óbice à concessão daquelas dispensas

---

<sup>9</sup> Argumentou que essas seriam as justificativas para a vedação imposta pelo art. 30 da Lei nº 6.404, de 1976, à negociação com ações de própria emissão, confirmadas pela Nota Explicativa nº 16, de 1980, referente à Instrução CVM nº 10, de 1980.

que, em sua opinião, não trariam prejuízo ao mercado e ao espírito da lei e da norma: “(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” (fl. 550).

11. Por outro lado, a SEP entendeu que não seria razoável conceder permissão para que a Companhia deixasse de manter em tesouraria a quantidade de ações necessária para lastrear a Opção (como exige o art. 3º, V da Instrução CVM nº 390, de 2003). Sua preocupação é que, caso a ação suba acima do preço de exercício acordado, haveria interesse por parte da PT SGPS em exercer a Opção e a Oi teria que arcar com os prejuízos decorrentes de uma venda a descoberto, o que traria riscos financeiros “*sem benefício evidente*”. Essa necessidade de lastro impediria que a Oi alienasse ou cancelasse as Ações Permutadas, como parece ser sua intenção.

12. Com relação à permissão para negociação com ações do acionista controlador – que demandaria a dispensa do art. 2º, alínea “d”, da Instrução CVM nº 10, de 1980 – a SEP concluiu pela não concessão de dispensa, alegando, resumidamente, que:

- i) a PT SGPS seria a controladora da Oi, de acordo com manifestação do próprio Colegiado no âmbito do Processo CVM nº RJ2013/10913, deliberado em 25.3.2014, e não haveria precedente que dispensasse a vedação de aquisição pela companhia de ações pertencentes a seu controlador;
- ii) somente seria conveniente renunciar à vedação de aquisição de ações do controlador se fosse possível determinar que o Acordo foi feito em benefício da Oi e de todos seus acionistas, sem privilégios ao acionista controlador;
- iii) haveria uma série de indícios, em sua opinião, de que o Acordo teria sido estruturado em benefício da PT SGPS:
  - a. a outorga da Opção seria um benefício exclusivo ao controlador e, embora a Oi alegue que há condições restritivas a serem respeitadas pela PT SGPS durante o prazo permitido para o exercício da Opção, aquele benefício não foi estendido aos demais acionistas;
  - b. o Acordo eximiria<sup>10</sup>, sem aprovação assemblear, a PT SGPS de suas responsabilidades pela integralização de capital com ativos com vício oculto, nos termos do art. 10 da Lei nº 6.404, de 1976, uma vez que manteria o laudo de avaliação dos ativos integralizados na Oi “*íntegro*”<sup>11</sup>;

---

<sup>10</sup> Com base na cláusula 5.1 do acordo de permuta: “*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.*”

<sup>11</sup> De acordo com a SEP, o laudo de avaliação dos ativos conferidos ao capital da Oi poderia ser questionado pelo fato de que um dos ativos (potencialmente um dos mais expressivos e líquidos) teve suas características avaliadas incorretamente; essa diferença na avaliação dos ativos integralizados na Oi poderia ser maior do que o valor de face dos Títulos quando analisados separadamente e, simplesmente, reverter a operação em relação aos Títulos poderia ser medida insuficiente.

- c. as Opções valeriam R\$411 milhões contabilmente; e
- d. a Opção seria, em essência, uma forma de integralização a prazo da Oferta, ou de cessão de ações em garantia, até com maiores vantagens que estas, pois a PT SGPS não teria a obrigação de adquirir as Ações Permutadas.

13. Caso o Colegiado discorde do seu entendimento de que não é possível aprovar as dispensas discutidas acima, a SEP entende que, por se tratar de assunto diretamente relacionado à Oferta que teve origem na assembleia geral que decidiu aumentar o capital da Companhia e que analisou a integralização dos ativos que se busca reverter com o Acordo, a Companhia deveria ter permitido a seus acionistas opinarem sobre este Acordo, por meio de assembleia geral. Nesse sentido, a SEP cita o fato de a PT SGPS ter submetido o assunto à assembleia de acionistas.

14. A SEP menciona ainda que é competência exclusiva da assembleia geral aprovar o laudo que confere bens ao capital da companhia, bem como outras operações societárias; prossegue argumentando que as condições e informações existentes no momento da aprovação do laudo de avaliação e do aumento de capital, pela assembleia geral da Companhia, não mais existem; e finaliza entendendo que “[n]ão parece razoável que a administração tome decisões desse porte, em nome dos acionistas, sem consultá-los formalmente” (fl. 550).

15. Antes de analisar os pedidos da Oi, entendo ser pertinente lembrar, em resposta às conclusões da SRE, que a subscrição de ações, realizada por meio da Oferta encerrou-se em 6.5.2014, com a divulgação do “Anúncio de Encerramento de Oferta Pública”<sup>12</sup>. Desde então, a apreciação de eventual nulidade ou ineficácia do negócio de subscrição das ações não compete à CVM.

16. A CVM tem amplos poderes, atribuídos por diversos dispositivos da Lei nº 6.385, de 1976, em relação à distribuição pública de valores mobiliários. Esta autarquia autoriza, por meio do registro, o emissor de valores mobiliários (art. 21), a própria oferta (art. 19), bem como o exercício de atividades relacionadas à intermediação e outros serviços necessários à realização da oferta (art. 16). A CVM tem poderes ainda para determinar a suspensão ou cancelamento de tais ofertas, caso haja qualquer irregularidade (art. 20 e art. 8º, §1º, II).

17. Os arts. 20 e 27 da Instrução nº 400, de 2003, são exemplos da aplicação desses poderes de regulamentação das ofertas de valores mobiliários conferidos à CVM pela Lei nº 6.385, de 1976. Ambos dão ao investidor a oportunidade de revogar a aceitação dada a uma oferta diante de alterações em suas condições no período em que essa oferta ainda não foi encerrada.

18. Mas, uma vez terminado o processo de distribuição, os negócios jurídicos deles decorrentes estão sujeitos ao regime geral de invalidade previsto no Código Civil<sup>13</sup>. Por isso, a

---

<sup>12</sup> Que informou a emissão de 2.262.544.570 ações ordinárias e 4.525.089.141 preferenciais, aos preços de R\$2,17 e R\$2,00, respectivamente, totalizando uma operação de R\$13.959.899.998,90.

<sup>13</sup> O regime da nulidade é regulado pelos artigos 166 a 169 do Código Civil e o de anulabilidade pelos art. 170 a 184 – destaca-se os comandos mais importantes:

“Art. 166. É nulo o negócio jurídico quando:

I - celebrado por pessoa absolutamente incapaz;

II - for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto;

III - o motivo determinante, comum a ambas as partes, for ilícito;

IV - não revestir a forma prescrita em lei;

V - for preterida alguma solenidade que a lei considere essencial para a sua validade;

VI - tiver por objetivo fraudar lei imperativa;

nulidade ou a anulabilidade do negócio jurídico de subscrição de ações, ainda que tal contrato tenha origem em uma distribuição pública, deve ser declarada pelo Poder Judiciário e não pela CVM – isso é verdade mesmo quando a CVM entenda que houve vícios no processo de oferta não identificados à época da distribuição. Não há na Lei nº 6.404, de 1976, ou na Lei nº 6.385, de 1976, qualquer dispositivo que permita interpretar de outra maneira.

19. No caso específico da Oi, a CVM pode e deve averiguar a responsabilidade administrativa da Companhia, de seus administradores, de seus controladores, dos coordenadores da oferta e dos responsáveis por elaborar o laudo de avaliação dos ativos convertidos ao capital da Oi por eventuais irregularidades no processo de distribuição, nas informações prestadas por meio do prospecto, na conduta de tais agentes, e na diligência e lealdade com que foi conduzido o processo de negociação da operação ou de elaboração do laudo, imputando aos eventuais responsáveis sanções administrativas.

20. No entanto, ainda que a CVM, no futuro, depois de encerrado eventual processo administrativo sólido e pautado pela ampla defesa, venha a concluir que houve alguma irregularidade e, por isso, venha a punir administrativamente alguns desses agentes, a CVM não tem poderes para determinar a revogação da aceitação, a nulidade da subscrição de ações, o desfazimento do aumento de capital ou da integralização dos bens, tampouco a indenização dos investidores prejudicados. Essas são prerrogativas do Poder Judiciário.

21. Com isso, refuto a possibilidade, trazida pela SRE, de determinar o desfazimento da subscrição de ações ocorridas em decorrência da Oferta.

22. Passando à análise do Pedido propriamente dito, gostaria de ressaltar inicialmente que não me parece que a análise sobre a possibilidade de dispensas de requisitos das Instruções CVM nº 10, de 1980, e nº 390, de 2003, deva envolver considerações a respeito da conveniência, para a Oi e para os seus acionistas, da operação de integração de ativos, da Oferta ou do Acordo.

23. Via de regra, considerações sobre a conveniência de uma operação devem ser feitas pelos administradores e acionistas. A CVM deve tentar evitar se substituir a essas pessoas no julgamento de se algo é bom ou ruim, conveniente ou não para companhia. Sempre que for adequado aplicar a **business judgement rule**, a análise de mérito sobre uma decisão deve ser evitada.

24. Conforme já me manifestei em outro processo<sup>14</sup> que também tratava de dispensas à Instrução CVM nº 10, de 1980, a análise da decisão sobre a realização dessas operações e sobre a

---

VII - a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção”.

“Art. 167. É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma”.

“Art. 168. As nulidades dos artigos antecedentes podem ser alegadas por qualquer interessado, ou pelo Ministério Público, quando lhe couber intervir.

Parágrafo único. As nulidades devem ser pronunciadas pelo juiz, quando conhecer do negócio jurídico ou dos seus efeitos e as encontrar provadas, não lhe sendo permitido supri-las, ainda que a requerimento das partes”.

“Art. 171. Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico:

I - por incapacidade relativa do agente;

II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores”.

“Art. 177. A anulabilidade não tem efeito antes de julgada por sentença, nem se pronuncia de ofício; só os interessados a podem alegar, e aproveita exclusivamente aos que a alegarem, salvo o caso de solidariedade ou indivisibilidade”.

<sup>14</sup> Processo Administrativo CVM nº RJ2011/1532, julgado em 14.6.2011: “[a]ssim como os demais atos de administração, a decisão sobre a realização dessas operações e sobre a fixação das condições, inclusive seu preço, estarão sujeitas ao escrutínio dos deveres fiduciários estabelecidos nos art. 153 e seguintes da Lei n.º 6.404/76 e nos deveres e responsabilidades do acionista controlador, previstos nos arts. 116 e seguintes do mesmo documento. Estes

fixação das condições é da administração e dos acionistas e estão sujeitas ao escrutínio dos deveres fiduciários estabelecidos nos art. 153 e seguintes da Lei nº 6.404, de 1976 e nos deveres e responsabilidades do acionista controlador, previstos nos arts. 116 e seguintes do mesmo documento. A análise dos deveres fiduciários é a oportunidade mais adequada e traz melhores balizas para lidar com a questão de conveniência e condições dessas operações.

25. No entanto, quando analisadas as dispensas das Instruções CVM nº 10, de 1980, e nº 390, de 2003, as preocupações me parecem diferentes. Não encontrei em nenhum dos precedentes desta casa que tratam de autorizações de transferências privadas de ações uma análise sobre o mérito ou conveniência da operação que deu origem àquela transferência. Também não vejo motivos para fazer essa análise nesse caso específico.

26. Assim, tratarei dos pedidos de dispensa feitos pela Oi analisando a compatibilidade do Acordo com aquilo que o art. 30 da Lei nº 6.404, de 1976, e as Instruções CVM nº 10, de 1980, e nº 390, de 2003, buscaram proteger.

27. Nos termos do art. 9º da Instrução CVM nº 10, de 1980, a alienação das ações de emissão das companhias abertas deve ser realizada em bolsa de valores. Essa exigência reflete algumas preocupações do regulador. Primeiro, o ambiente bursátil tende a conferir maior transparência para essas operações. As negociações públicas também protegem a companhia em relação ao preço de tais operações, ou seja, evitam que a companhia seja prejudicada por comprar ou vender ações a preços, respectivamente, maiores ou menores que os de mercado<sup>15</sup>. Finalmente, as negociações públicas garantem tratamento equitativo aos acionistas da companhia.

28. No entanto, a Instrução CVM nº 10, de 1980, reconhece que há situações na vida das companhias que podem justificar o afastamento desta regra. Assim, o art. 23 da Instrução CVM nº 10, de 1980, confere à CVM a possibilidade de autorizar, em casos especiais e plenamente circunstanciados, a dispensa de certos requisitos desta instrução.

29. O art. 6º da Instrução CVM nº 390, de 2003, tem provisão semelhante, de acordo com a qual a CVM pode, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar previamente, operações que não se ajustarem às normas de referido documento.

30. Portanto, desde que seja demonstrada e justificada a excepcionalidade do caso e que os bens jurídicos resguardados pelas regras da qual se pede dispensa estejam protegidos de outra forma, a CVM pode dispensar uma regra criada pela própria autarquia.

31. Os precedentes da CVM reconhecem a excepcionalidade exigida pelo art. 23, da Instrução CVM nº 10, de 1980, em diversas situações. Situações em que a companhia entrega ações de sua emissão como parte do pagamento do preço de ativos e serviços são muito mais comuns do que a do presente caso. No entanto, não vejo um impedimento legal para que oposto ocorra, ou seja, para que a companhia receba suas ações em troca de um ativo. Essas operações são mais raras e exigem um escrutínio ainda maior, mas não estão proibidas.

32. No caso em análise, existe uma lógica econômica que justifica o recebimento de ações próprias em troca de um bem, uma vez que o que se tenta por meio do Acordo é a reversão dos efeitos de parte de um aumento de capital integralizado com o ativo que se está devolvendo. Assim,

---

são os mecanismos adequados e as melhores balizas para lidar com a questão de conveniência e condições dessas operações.”

<sup>15</sup> Ver voto do Presidente Marcelo Trindade no pedido de autorização para negociação privada de ações de própria emissão sob tratamento confidencial - Companhia Vale do Rio Doce, Reg. Nº 5522/07, julgado em 14 de junho de 2007.

entendo que o presente pedido é justificado e está suficientemente circunstanciado, de modo que pode ser analisado no contexto do art. 23 da Instrução CVM n.º 10, de 1980, e do art. 6º da Instrução CVM n.º 390, de 2003.

33. As análises de dispensas com base nesses artigos em geral analisam se os objetivos dessas regras foram atingidos por outros meios. Assim, verifica-se se (i) a operação foi realizada com níveis de transparência adequados; (ii) o processo de determinação do preço atribuído às ações foi adequado; e (iii) os acionistas da companhia foram tratados de forma equânime.

34. Com base nos precedentes da casa e no impacto que tais dispensas poderiam causar no mercado, a própria SEP entendeu que algumas dispensas, se concedidas, não impactariam de forma negativa o mercado e nem iriam de encontro ao racional dessas instruções. Com relação a estas dispensas, entendo desnecessário tecer considerações a respeito. Acompanho a SEP em seus entendimentos e nas dispensas concedidas.

35. A SEP apontou, entretanto, como principais impeditivos para a aprovação da Operação por parte da CVM, os fatos de (i) a Permuta estar sendo realizada com ações pertencentes a um dos acionistas que fazem parte do grupo de controle, o que estaria expressamente vedado pelo art. 2º, “d”, da Instrução CVM n.º 10, de 1980; e de (ii) a Opção outorgada a esse mesmo acionista não prever a necessidade de manutenção de ações em tesouraria para lastreá-la, uma exceção ao art. 3º, V, da Instrução CVM n.º 390, de 2003. Segundo a área técnica, nos moldes em que a Operação foi desenhada, poderia haver indícios de concessão de privilégios ao acionista controlador, a PT SGPS.

36. Concordo com a SEP, de que a PT SGPS seja um dos membros do grupo que controla a Oi, conforme decidido por este Colegiado no Processo CVM n.º RJ2013/10913. No entanto, acredito que haja razões para reconsiderar ambas as análises sobre o cabimento das dispensas acima mencionadas.

37. Em relação à dispensa de cumprimento do art. 2º, alínea “d”, da Instrução CVM n.º 10, de 1980, conforme apontado pela SEP, este é o primeiro caso em que se discute a negociação de ações de própria emissão em operação cujas condições se aplicam exclusivamente ao controlador.

38. Em outros casos em que a CVM permitiu que a companhia negociasse ações próprias com o controlador, estava-se diante de operações em que, por conta da aplicação da Instrução CVM n.º 361, de 2002, o acionista controlador estava sendo tratado exatamente nas mesmas condições em que os demais acionistas destinatários da oferta pública de aquisição<sup>16</sup>.

39. Em muito, a dispensa concedida nesses precedentes tinha por base os termos da Nota Explicativa n.º 16, de 1980, na qual o legislador original explica porque, ao regulamentar o art. 30 da Lei n.º 6.404, de 1976, impôs a restrição do art. 2º, “d”, da Instrução CVM n.º 10, de 1980, a qual originalmente não consta do comando legal: “[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”.

40. A SEP entendeu que havia indícios de que o Acordo concedia privilégios à PT SGPS e, por isso, a restrição do art. 2º, “d”, da Instrução CVM n.º 10, de 1980, deveria ser mantida.

---

<sup>16</sup> Processo Administrativo n.º RJ2012/1810, apreciado em 2.5.2012 e Processo Administrativo n.º RJ2011-1532, apreciado em 14.6.2011.



41. Tenho duas observações em relação a esse entendimento. Primeiro, acredito que no presente caso há circunstâncias que justificam a realização de negócio entre a Companhia e um de seus controladores, uma vez que tal negócio reverte ao patrimônio da Oi os Títulos que foram vertidos ao seu capital social pela PT SGPS. Assim, se somente referida empresa integralizou os Títulos, parece justificável que somente em relação a ela se realize a Permuta. A segunda observação é de que tenho dúvidas de que os indícios de privilégios são tão robustos como apontados pela área técnica.

42. Na minha leitura, o principal argumento para justificar a existência de privilégios é o fato de que o Acordo estaria permitindo ao controlador preservar a operação de combinação de ativos realizada entre a Companhia e a PT SGPS<sup>17</sup> – ao não questionar a validade da manutenção da integridade do Laudo de Avaliação que, segundo a SEP, teria restado prejudicado após a descoberta da existência desses Títulos – em condições não extensíveis aos demais participantes, notadamente pelo recebimento da Opção, que permitiria à PT SGPS a recomposição da participação perdida em até 6 anos.

43. Em certa medida, o Acordo preserva a operação de combinação de ativos entre PT SGPS e Oi, mas eu não vejo como ele, por si só, tenha a capacidade de preservar ou de proteger tal operação de uma maneira mais robusta que o seu atual **status** jurídico. O Acordo não impede, no âmbito administrativo, a apuração das responsabilidades por eventuais ilícitos ocorridos no curso da operação de combinação de ativos entre Oi e PT SGPS, nem impede que os investidores que subscreveram ações na oferta pública recorreram ao Judiciário para obter a tutela que acreditam lhes ser devida.

44. Dessa forma, o Acordo não afeta a capacidade da CVM de averiguar o cumprimento dos deveres de lealdade e diligência dos administradores da Oi nas operações societárias relacionadas ao aumento de capital ou à negociação do próprio Acordo, tampouco impõe qualquer obstáculo à avaliação da conduta dos intermediários que elaboraram o laudo de avaliação e atuaram na Oferta. O Acordo também não altera a possibilidade de os acionistas questionarem a conduta de todos esses profissionais ou pleitearem indenizações por eventuais prejuízos no Poder Judiciário<sup>18</sup>.

45. Por fim, o Acordo também não impede que a própria Oi demande judicialmente a PT SGPS em relação a quaisquer vícios relacionados à operação de integração de ativos ou ao laudo de avaliação utilizado para integralização dos ativos da PT SGPS<sup>19</sup>. A única quitação que realmente está sendo dada por meio da Permuta é a da Oi, das Subsidiárias da Oi e da CorpCo “*em relação à realização das aplicações financeiras nos Títulos e de sua posterior Contribuição ao Aumento de Capital da Oi*” – o texto da cláusula contratual prossegue limitando a referida quitação “[às] omissões ou incompletude de informações relacionadas especificamente aos Títulos”. E essa quitação tem sentido na medida em que os Títulos estão sendo transferidos à PT SGPS e, portanto, não integrarão mais o patrimônio da Oi.

---

<sup>17</sup> De acordo com o RA/CVM/SEP/GEA-2/nº 2/2015: “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”.

<sup>18</sup> Da Lei nº 6.404, de 1976: “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

§7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador”.

<sup>19</sup> A quitação referente aos Títulos não atinge o laudo de avaliação elaborado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e aprovado em assembleia geral de acionistas de 27,3,2014, uma vez que não foi conferida qualquer quitação ao Banco Santander (Brasil) S.A. ou mesmo à PT SGPS em relação aos demais ativos integralizados no capital da Oi.

46. Além disso, como em qualquer outra transação extrajudicial, a outorga de quitação é inerente ao Acordo, que tem justamente por objetivo encerrar o conflito entre as partes contratantes, por meio do ajuste de suas recíprocas pretensões. Ou seja, a outorga da quitação, nos termos acima reproduzidos, faz parte do cálculo feito pela administração da Oi quanto à conveniência de celebrar uma solução negocial para o seu conflito com a PT SGPS, em vez de iniciar o litígio judicial, o que diz respeito, portanto, ao próprio mérito do Acordo.

47. Considero que há outros dados que dificultam mais a revisão da operação de combinação de ativos do que o Acordo, tais como o estágio de implementação da operação e o fato de a Oi já ter alienado parte dos ativos convertidos ao seu capital social por meio da operação quando vendeu à Altice os ativos das operações conduzidas pela PT em Portugal e na Hungria (“*Celebração de Contrato de Compra e Venda de Ações PT Portugal com Altice*” e “*Aprovação na Assembleia Geral da PT SGPS da Alienação de Ações da PT Portugal para Altice*”, conforme fatos relevantes de 9.12.2014 e 22.1.2015, respectivamente).

48. Por isso, não considero que a preservação da operação de combinação de ativos entre Oi e PT SGPS possa ser considerada uma vantagem para a PT SGPS. O que o Acordo faz é trocar os Títulos por uma certa quantidade de ações emitidas pela Oi, evitando que as partes discutam no Judiciário, possivelmente por anos, a integralização de parte das ações da Oi feita pela PT SGPS na Oferta.

49. Um segundo argumento utilizado tanto pela SEP<sup>20</sup> quanto pela SRE<sup>21</sup> é de que bastaria tão somente a Permuta para, em tese, por fim ao impasse dos Títulos – ou seja, bastaria que a Oi entregasse os Títulos e a PT SGPS entregasse as Ações Permutadas. Não seria necessário que a Oi tivesse conferido à PT SGPS a Opção de recompra das Ações Permutadas. Assim, a Opção, da maneira como foi outorgada, seria um benefício particular conferido à PT SGPS.

50. Embora seja verdade que para a Oi bastava a Permuta para que a questão dos Títulos fosse resolvida, é bastante razoável que a Opção tenha sido uma condição imposta pela PT SGPS, sem a qual o Acordo não teria sido concluído – não é impossível portanto que a Opção seja resultado da comutatividade do negócio. E realmente o desenho básico da Opção parece ter como único objetivo dar a oportunidade à PT SGPS de desfazer a Permuta – ambas as operações, Permuta e Opção, tiveram por base os mesmos valores para as ações, referenciados em uma média de mercado, e têm como objeto a mesma quantidade de ações.

51. Não é demais lembrar aqui que muitos dos precedentes da CVM autorizam a alienação privada de ações de emissão própria quando ela é feita a valor de mercado ou sob a condição de que ela seja feita a valor de mercado. Isto porque a formação transparente do valor de mercado é um dos mecanismos que podem proteger a companhia de maus negócios<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> “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”.

<sup>21</sup> “Analisando apenas os aspectos do Contrato de Permuta, entendemos que a permuta em si reequilibra a equidade entre os acionistas atribuindo a cada qual uma participação no capital social da Companhia na exata medida de sua contribuição efetiva. Eliminam-se, assim, os efeitos causados pela contribuição dos Títulos Rio Forte, de conhecimento do subscritor PT SGPS e não dos demais subscritores”.

<sup>22</sup> Proc. CVM n.º 2008-12855, Copasa, rel. Diretor Marcos Pinto, j. 05.05.2009; Proc. CVM n.º 2008-12392, Randon S.A, rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 14.07.2009; Proc. CVM n.º RJ2009-5962, CSN, rel. Diretor Marcos Pinto, j. 23.06.2009; e Proc. CVM n.º 2007-14993, ALL.

52. Além disso, há certas restrições para a PT SGPS impostas pelo Acordo. A principal, em minha opinião, é o fato de a PT SGPS não poder adquirir ações da Oi por outro meio que não a Opção nos próximos 6 anos. Ou seja, se a PT desejar recompor sua posição no capital da Oi, ela terá que fazê-lo exercendo a Opção (ou seja, revertendo a Permuta), ainda que as ações estejam sendo negociadas a valores mais baixos no mercado.

53. A PT SGPS também não pode, sem o prévio consentimento da Oi, “*ceder ou de qualquer forma transferir, total ou parcialmente, direta ou indiretamente, a Opção de Compra, bem como não poderá criar ou outorgar quaisquer direitos decorrentes da Opção de Compra, ou ainda, outorgar garantias sobre a Opção de Compra*”<sup>23</sup>, embora possa transferi-la a uma subsidiária integral.

54. Enfim, há bons elementos para entender que a Opção não é desproporcional à Permuta e que, portanto, o Acordo como um todo pode ser um negócio comutativo.

55. No entanto, determinar se um contrato é comutativo é sempre uma tarefa complexa, pois leva em conta inúmeros aspectos muito difíceis de serem analisados sob o ponto de vista do regulador<sup>24</sup>. Via de regra, a CVM verifica se as condições em que tal contrato foi negociado pelos administradores da companhia e aprovado por seus órgãos, de alguma maneira, levantam qualquer dúvida sobre sua adequação.

56. A CVM decidiu inúmeras vezes que a negociação entre partes independentes é uma das maneiras mais comuns de verificar se as condições de negociação de um contrato corroboram a presunção comutatividade de um negócio. No entanto, aqui se trata de uma transação entre controlada e uma de suas controladoras, de modo que não é possível daí inferir a comutatividade do Acordo.

57. Por isso, eu compartilho e corroboro o entendimento da SEP de que todas as condições do Acordo seriam mais bem avaliadas pelos acionistas que pela CVM, uma vez que ele não passou por um processo de negociação por partes independentes.

58. Aliás, essa é a proposta que vem sendo discutida por meio da Audiência Pública SDM nº 11, de 2013, encerrada em 2.2014, que propõe a unificação e o aprimoramento da Instrução CVM nº 10, de 1980, e da Instrução CVM nº 390, de 2003, bem como a modernização de seus dispositivos, a fim de incorporar precedentes do Colegiado e de harmonizá-las com normas internacionais e recomendações da OICV/IOSCO<sup>25</sup>.

59. A meu ver, um dos maiores méritos da proposta de reforma em discussão é transferir do conselho de administração para a assembleia geral de acionistas a decisão sobre negociações com

---

<sup>23</sup> Cláusula 5.5 do Contrato de Opção de Compra de Ações e Outras Avenças (fl. 62).

<sup>24</sup> Por essas razões, em muitas situações a CVM não adentra ao mérito da discussão sobre o preço justo dispensando em determinadas operações a obrigação de apresentação de laudo de avaliação quando o preço houver sido negociado de maneira independente entre as partes, cf.: “A CVM decidiu inúmeras vezes que a negociação entre partes independentes deve ser aceita como indicadora de preço justo, e chegou até a autorizar a dispensa de apresentação de laudo de avaliação com base nessas negociações”, Processo CVM RJ-2007-3296, Presidente Maria Helena Santana, j. 31.10.2007.

<sup>25</sup> Segundo o Edital de Audiência Pública SDM nº 11/13: “As Minutas resultam principalmente da experiência da CVM na aplicação das normas sobre o tema. Ao apreciar casos concretos, o colegiado da CVM sinalizou a necessidade de reformas normativas, as quais a presente proposta busca endereçar. As Minutas também receberam influência significativa do Report on Stock Repurchase Programs, da OICV/IOSCO (“Relatório IOSCO”), e de normas estrangeiras aplicáveis a recompras de ações e a negociações de derivativos referenciados em ações”.

ações próprias quando os impactos da operação sejam grandes ou os riscos de que tal transação não seja comutativa sejam significativos.

60. Em certa medida, essa proposta também transfere da CVM para os acionistas a decisão sobre a adequação das condições desses negócios, uma vez que flexibiliza os parâmetros estabelecidos na Instrução CVM nº 10, de 1980, mas submete as operações relevantes ou com potencial danoso à aprovação dos acionistas. Esta é uma grande evolução em termos de governança para as companhias brasileiras.

61. Por isso, a minuta proposta, em seu art. 3º, exige que a assembleia geral aprove previamente os negócios com ações próprias: (i) que tiverem por objeto mais de 5% de uma classe ou espécie; (ii) que forem realizadas fora de mercado organizado e com preços que variem mais de 10% em relação às cotações de mercado; (iii) que possam influenciar a composição do controle; e (iv) cuja contraparte do negócio seja uma parte relacionada à companhia. Estivesse em vigor a proposta, o Acordo incidiria não em uma das hipóteses do art. 3º, mas em todas elas.

62. Tendo em vista o exposto, em especial as circunstâncias que justificam a existência de um negócio com ações próprias por meio do qual um dos membros do grupo de controle tem condições não estendidas aos demais acionistas, entendo que a melhor solução para legitimar o Acordo, bem como para averiguar a conveniência e adequação de seus termos e condições, seja submetê-lo à aprovação da assembleia geral de acionistas.

63. Essa solução também resolveria a preocupação da área técnica de que, com relação à aprovação do Acordo pelo conselho de administração, “[n]ão [seria] 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”.

64. Não é inédito ou mesmo incomum que a CVM, ao conceder dispensas pleiteadas por participantes do mercado, condicione-as ao cumprimento de certas obrigações adicionais com o objetivo de proteger os bens jurídicos que eram resguardados pelos comandos dos quais se pede isenção<sup>26</sup>. Acredito que a exigência de aprovação do Acordo pela assembleia geral seja condição proporcional à dispensa da restrição imposta pelo art. 2º, “d”, da Instrução CVM nº 10, de 1980, e proteja o julgamento sobre a comutatividade.

65. Adicionalmente, entendo que as dispensas também deveriam ser condicionadas à atribuição do direito de voto aos atuais acionistas preferencialistas da Companhia.

66. Isso porque o Acordo não está dissociado do aumento de capital por meio do qual os Títulos foram integralizados no capital da Oi. E desse fato nascem duas ponderações relevantes.

67. A primeira é que “Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias e Ações Preferenciais de Emissão da Oi”, de 28.4.2014, vincula a Companhia à expectativa dos participantes de que, como parte da reorganização societária da qual o aumento de capital fazia parte, “cada ação ordinária de emissão da Companhia ser[i]á substituída por uma nova ação ordinária de emissão da CorpCo e cada ação preferencial de emissão da Companhia

---

<sup>26</sup> Ver decisões do colegiado no âmbito dos Processos Administrativos CVM nº RJ2011/14068, em 17.4.2012, RJ2007/10205 e outros, em 31.3.2009 (dispensa do art. 35 da Instrução CVM nº 391, de 2003); RJ2012/9843, em 22.11.2012 (dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 10, de 1980); RJ2004/5125, em 25.1.2005 (dispensa do art. 34 da Instrução CVM nº 361, de 2002) e RJ2014/1503, em 30.4.2014 (dispensa de requisitos da Instrução CVM n 400, de 2003).

*ser[i]á substituída por 0,9211 nova ação ordinária de emissão da CorpCo.” e “ser[iam] tomadas medidas para a adesão da CorpCo ao Novo Mercado da BM&FBOVESPA, condicionadas à aprovação da Incorporação de Ações da Companhia”.*

68. Assim, os acionistas que adquiriram ações preferenciais da Oi passariam a ter direito de voto na CorpCo. Ou seja, os acionistas ordinaristas e preferencialistas têm uma expectativa de influenciar nas decisões políticas da Oi.

69. A segunda é que a decisão a ser tomada a respeito do Acordo pela assembleia geral terá impacto na estrutura de capital da Companhia e no equilíbrio de forças entre os seus acionistas controladores e assim afetará indistintamente os acionistas ordinaristas e preferencialistas.

70. Tendo em vista a expectativa legítima dos preferencialistas de participar das decisões políticas da Companhia, bem como o impacto do Acordo na estrutura de capital e de controle da Oi, entendo que se deva dar aos detentores de ações preferenciais o direito de voto na deliberação sobre a aprovação ou não do Acordo, como segunda condição para concessão das dispensas pleiteadas.

71. Resta analisar o pedido de dispensa da existência de manutenção em tesouraria de número de ações suficientes para fazer lastro à Opção, exigido pelo atual art. 3º, inciso V, da Instrução CVM nº 390, de 2003.

72. De um lado, é importante lembrar que a Instrução CVM nº 390, de 2003, estabelece condições para o lançamento e a negociação com derivativos referenciados em ações de sua própria emissão que as companhias estão livres para fazer sem a necessidade de uma autorização prévia especial da CVM ou de seus órgãos de administração (art. 2º); por isso, é natural que estabeleça um regime mais estrito.

73. A própria Instrução, no entanto, prevê a possibilidade de a CVM autorizar operações com condições distintas daquelas estabelecidas em referido documento. Assim, desde 2003, mediante autorização específica e desde que justificado, seria possível que a CVM autorizasse a emissão de Opções sem lastro.

74. De outro lado, entendo que o arcabouço regulatório destinado ao monitoramento de risco, inclusive aquele específico dos riscos inerentes aos instrumentos financeiros, como são as Opções, é muito mais sofisticado que aquele existente em 2003.

75. Desde 2008, por força da Instrução CVM nº 475<sup>27</sup>, as companhias abertas estão obrigadas a divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus contratos derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial (art. 1º). Tais empresas devem ainda divulgar quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, para cada tipo de risco de mercado considerado relevante pela administração, originado por instrumentos financeiros, incluídas todas as operações com instrumentos financeiros derivativos (art. 3º).

76. Adicionalmente, desde 2010, com a criação do formulário de referência, as companhias passaram a ter que divulgar (itens 5.1 e 5.2 do formulário de referência), suas políticas de gerenciamento de riscos, descrevendo os seus objetivos, estratégias e instrumentos, bem como a estratégia de proteção patrimonial (**hedge**) de tais riscos. As companhias têm que informar ao

---

<sup>27</sup> “Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, e sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade. Revoga a Instrução CVM nº 235, de 23 de março de 1995”.

mercado ainda a adequação de sua estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política de riscos por elas adotadas.

77. Em outras palavras, os últimos 7 anos foram marcados por uma intensificação do monitoramento de riscos em companhias abertas, bem como pela sofisticação e pelo aprimoramento dos instrumentos de gestão desses riscos.

78. Evidência desse arcabouço mais robusto para a gestão e monitoramento de riscos é o fato de que a proposta que vem sendo discutida por meio da Audiência Pública SDM nº 11, de 2013, já mencionada acima, deixa de exigir que a emissão de opções ou outros derivativos baseados em ações tenha lastro em ações mantidas em tesouraria.

79. Acredito que, diante deste arcabouço mais transparente e cercado de maiores controles, uma gestão responsável dos riscos relativos à Opção, com permanente monitoramento das variações de mercado e de seus impactos para a Companhia, pode vir a ter um resultado mais benéfico para a Companhia que a manutenção em tesouraria da totalidade das ações necessárias para fazer frente à Opção.

80. Assim, não vejo motivo, para obrigar a Companhia a manter em tesouraria, durante tantos anos, ações em quantidade suficiente para o lastro das Opções.

81. Lembro, entretanto, que assim como a Permuta, a Opção é um contrato, com impacto significativo na estrutura de capital da Companhia, firmado com uma parte relacionada, cujas condições são específicas e não extensíveis aos demais acionistas, e por isso, a dispensa de lastro merece também o escrutínio da assembleia geral nos moldes anteriormente propostos.

82. Pelo exposto e por entender que se trata de caso especial e plenamente circunstanciado, voto pelo deferimento de todos os pedidos de dispensa da Companhia, sob as condições de que (i) o Acordo seja submetido à aprovação da assembleia geral de acionistas; e (ii) seja conferindo aos acionistas preferencialistas direito de voto em tal deliberação.

83. Lembro que o §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976 deve ser observado, especialmente por se tratar de uma transação com parte relacionada,

84. Por fim, devido ao número de ações que serão mantidas em tesouraria, entendo importante lembrar que, nos termos da decisão deste Colegiado de 4.11.2014, nos Processos Administrativos CVM nº RJ2013/4386 e RJ2013/4607, e do Ofício Circular da SEP emitido em 2.2015, a Companhia deve excluir as ações mantidas em tesouraria para fins do cômputo dos percentuais indicados no art. 141, §§4º e 5º da Lei nº 6.404, de 1976.

Rio de Janeiro, 4 de março de 2015.

*(original assinado por)*

**Luciana Dias**  
Diretora