



# COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

## PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2015/6282

Reg. Col. nº 9818/2015

**Interessado:** Oi S.A.

**Assunto:** Pedido de autorização da Oi S.A. para negociação privada de opções de ações e de ações de sua própria emissão, conforme um aditivo ao contrato de opção anteriormente aprovado pela CVM no âmbito do Processo CVM nº RJ2014/11297.

**Diretor Relator:** Gustavo Tavares Borba

### Relatório

#### I. Objeto

1. Trata-se de pedido (“Pedido”) apresentado pela Oi S.A. (“Oi”, “Companhia” ou “Requerente”) à Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Superintendência”) em 18/06/2015, solicitando a dispensa de requisitos das Instruções CVM nº 10/1980 e nº 390/2003 para alteração do aditivo ao contrato que fora analisado pelo Colegiado da CVM em 04/03/2015, no âmbito do Processo CVM RJ2014-11297 (“Decisão do Colegiado”). A Oi busca inserir as seguintes regras que alteram o instrumento anterior:

- i) o direito de preferência à Oi para adquirir Opções<sup>1</sup> detidas pela PT SGPS, na hipótese de esta vir a ceder ou transferir as Opções a terceiros;
- ii) autorização para a transferência de forma privada das opções detidas pela PT SGPS para a titularidade da Oi, caso esta venha a exercer o Direito de Preferência;
- iii) possibilidade de pagamento do preço de aquisição das Opções em ações de sua própria emissão, caso venha a ser exercido o Direito de Preferência.

---

<sup>1</sup> Opções para a PT SGPS readquirir as 474.348.720 ações ordinárias e 948.697.440 ações preferenciais de emissão da Oi permutadas pelos títulos da Rio Forte (“Ações Permutadas”). Segundo o contrato inicial a opção teria as seguintes principais características: i) prazo máximo de seis anos, com redução do número de Ações Objeto da Opção na proporção de 10% após o primeiro ano da outorga e de 18% ao ano até o fim do prazo estabelecido; ii) preços de exercício de R\$ 1,8529 para ações PN e R\$ 2,0104 para ações ON, corrigidos à taxa de CDI + 1,5% ao ano; iii) durante o período de vigência da Opção, a PT SGPS ficaria proibida (i) de comprar ações da Oi de outra forma que não seja por meio do exercício da Opção; e (ii) de ceder ou transferir a Opção ou direitos a ela relacionados.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### II. Fatos

2. Em 05/05/2014 foi encerrada a oferta pública de distribuição de ações ordinárias e preferenciais de emissão da Oi (“Oferta”), que resultou em um aumento de capital na Companhia no montante de R\$ 13,96 bilhões, integralizado em dinheiro e com ativos aportados pela Portugal Telecom SGPS S.A. (“PT SGPS”)<sup>2</sup>.
3. Após o encerramento da Oferta, descobriu-se que parte dos ativos integralizados pela PT SGPS era composta por em títulos emitidos pela “Rio Forte”, no valor de € 897 milhões (“Títulos”), que não possuíam consistência, pois haviam sido emitidos pelas empresas do grupo Espírito Santo (controlador da PT SGPS), que estava em grave crise econômico financeira e não teria como honrar a dívida.
4. Diante do *default* nesses títulos, Oi e PT SGPS firmaram um memorando de entendimento (“Acordo”), em 15/07/2014, que previa, em síntese: (i) a permuta dos Títulos pela quantidade de ações recebidas pela PT SGPS no aumento de capital equivalente ao seu valor<sup>3</sup>; e (ii) a outorga de uma opção de compra do mesmo volume de ações de emissão da Oi em favor da PT SGPS (“Opção”).
5. O Acordo foi aprovado pelo conselho de administração da PT SGPS em 28/07/2014 e pelo conselho de administração da Oi em 08/09/2014, mesmo dia em que a assembleia de acionistas da PT SGPS também o aprovou. Os contratos definitivos foram elaborados entre as partes, sob a condição suspensiva de autorização da CVM para concretização do Acordo.
6. Para poder implementar o Acordo, a Oi solicitou à CVM pedido de dispensa de requisitos das Instruções CVM nº 10/1980 e nº 390/2003 para a realização das seguintes operações societárias:
  - i) transferência privada de 474.348.720 ações ordinárias e 948.697.440 ações<sup>4</sup> preferenciais de emissão da Oi detidas pela PT SGPS para duas de suas subsidiárias<sup>5</sup>;

---

<sup>2</sup> Conforme fato relevante divulgado na mesma data.

<sup>3</sup> 474.348.720 ações ordinárias e 948.697.440 ações preferenciais de emissão da Oi.

<sup>4</sup> De acordo com a proposta da administração para a AGE de 26/03/2015, “as ações objeto da Opção correspondem ao mesmo número e tipo das ações permutadas, observado que, uma vez implementada a incorporação de ações da Oi pela TmarPart no âmbito da incorporação de ações, as ações objeto da Opção passarão a se referir à quantidade de ações da CorpCo que seriam emitidas em substituição às ações permutadas caso elas fossem ações de titularidade da PT SGPS. O número de ações objeto da Opção deverá ser ajustado para refletir modificações decorrentes de grupamento e desdobramento de ações”.

<sup>5</sup> A permuta foi realizada com as subsidiárias porque os Títulos foram adquiridos pela PT Portugal SGPS S.A. (“PT Portugal”) e Portugal Telecom International Finance BV (“Portugal Finance”), empresas que eram controladas pela PT SGPS.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- ii) manutenção em tesouraria de ações ordinárias e preferenciais em quantidade acima do limite de 10% de ações de cada espécie e classe;
- iii) outorga, por parte das Subsidiárias Oi, da Opção à PT SGPS, com prazo de vencimento superior a 365 dias e com possibilidade de seu exercício a qualquer tempo; e
- iv) transferência privada das ações objeto da opção para a PT SGPS, caso esta venha a exercê-la.

7. Em 04/03/2015 os pedidos da Companhia foram apreciados pelo Colegiado que os aprovou sob as condições de que (i) o Acordo fosse submetido à aprovação da assembleia geral de acionistas da Oi; (ii) fosse conferindo aos acionistas preferencialistas direito de voto em tal deliberação; e (iii) fosse observado o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, especialmente por se tratar de uma transação entre partes relacionadas.

8. Em 18/06/2015, foi protocolizado o pedido ora em análise.

### III. Justificativas

9. A Oi informou, no presente processo, que, após a autorização do Colegiado para as referidas dispensas, foram encontrados entraves para o registro de ações da TmarPart (umas das controladora da Companhia) na *U.S. Securities and Exchange Commission* (“SEC”), o que teria inviabilizado a continuidade da operação nos moldes definidos inicialmente, conforme informado em fato relevante divulgado em 26/03/2015 (fl. 03).

10. Diante desse quadro, segundo a Requerente, alguns acionistas da Oi teriam sugerido que seria importante permitir à PT SGPS ceder a Opção caso houvesse interesse de algum terceiro. A PT SGPS pontuou que as mudanças na operação teriam resultado na necessidade de ela continuar existente como sociedade sem ser incorporada pela TmarPart. A Oi, por sua vez, entendeu que a alienação da Opção a terceiros seria interessante para viabilizar sua capitalização.

11. As partes já teriam celebrado um aditivo ao contrato da Opção (“Aditivo”) que permitiria a cessão da Opção a terceiros, garantindo o direito de preferência da Oi para aquisição da opção nas mesmas condições ofertadas à PT SGPS por terceiro interessado (fl. 06).

12. O Aditivo foi aprovado pelo conselho de administração da Companhia em 31/03/2015 (fl. 07), sob condição suspensiva de autorização da CVM e de aprovação pela assembleia geral de acionistas da Oi, com a concessão do direito de voto aos acionistas preferencialistas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

13. Os principais termos do Aditivo, para o caso de haver o recebimento pela PT SGPS de proposta vinculante, irrevogável e irretroatável de terceiros para aquisição da Opção, seriam (fl. 07):

- i) “a proposta deverá abranger no mínimo  $\frac{1}{4}$  das ações objeto da Opção;
- ii) a PT SGPS deverá notificar a Oi por escrito, oferecendo-lhe a parcela da Opção que pretende alienar, e informando todos os termos e condições da proposta;
- iii) a PT SGPS deverá informar à Oi sua decisão irrevogável e irretroatável de aceitar a proposta;
- iv) caso a Oi não exerça seu direito de preferência no prazo aplicável, a PT SGPS estará livre para alienar a Opção de Compra, nos termos da proposta, no prazo de 30 dias seguintes ao fim do prazo para manifestação da Oi sobre o exercício do Direito de Preferência;
- v) a PT SGPS poderá utilizar livremente os recursos decorrentes de tal operação; e
- vi) a PT SGPS não poderá, sem o prévio consentimento da Oi, criar ou outorgar quaisquer direitos decorrentes da Opção, nem outorgar garantias sobre a Opção.”

14. A Oi requereu que, caso a CVM decida impor qualquer restrição ou impedimento ao exercício do direito de preferência pela Oi, que não a impeça de conceder a autorização para que a PT SGPS possa ceder ou transferir a Opção (fl. 8).

15. O interesse da Companhia nas operações consistiria na possibilidade de a Oi se valer da cessão da Opção pela PT SGPS para sua capitalização e, no caso de entender que a transação seria danosa à Companhia e a seus acionistas, ela própria poderia adquirir a Opção para evitar que a transação ocorresse.

16. O Requerente alega que os termos da Opção aprovados na reunião do Colegiado de 04/03/2015 não teriam sofrido alteração substancial, inclusive com relação a preço, quantidade de ações, percentual de ações mantido em tesouraria e que foi dado o nível adequado de transparência em virtude da divulgação de fato relevante em 31/03/2015.

17. O exercício do direito de preferência de aquisição da Opção ocasionaria a transferência à Oi, de forma privada, da Opção detida pela PT SGPS. O Aditivo prevê também a possibilidade de pagamento da Opção com ações de emissão da Companhia, o que demandaria a transferência privada pela Oi à PT SGPS de ações ordinária da Companhia. O número de ações para essa quitação seria pela cotação média ponderada por volume dos 5 pregões anteriores à data de envio da notificação pela Oi. Segundo a Requerente, por acompanhar parâmetros de mercado, não haveria riscos de manipulação de preços (fls. 10/11).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

18. Afirma que estariam sendo observados, com essas operações, os objetivos que a CVM pretendia atingir com a decisão no Processo CVM RJ2014/11297 (fl. 11)<sup>6</sup>. Assim como ocorreu na decisão mencionada, o Aditivo seria submetido à aprovação da assembleia geral de acionistas com direito de voto aos preferencialistas, observadas as limitações e impedimentos previstos na Lei nº 6.404/76 com relação ao voto pelos acionistas da Oi.

### IV. Manifestação da SEP

19. Em 13/08/2015, por meio do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 125/2015 (fls.97-114), a SEP analisou as novas condições do acordo em relação à decisão do Colegiado e à materialidade das mudanças propostas, sem revisitar os pontos que levaram a Superintendência a sugerir a negativa do pedido de dispensa<sup>7</sup> tratado no âmbito do Processo CVM RJ2014/11297.

20. Assim, a SEP, citando o voto da Diretora Relatora no âmbito do mencionado processo, listou uma série de aspectos que entendeu consistirem em alterações nas condições iniciais apresentadas pela Oi à CVM em seu pedido de dispensa anterior.

21. Primeiramente, a área técnica reforçou o caráter inédito da excepcionalidade concedida pelo Colegiado à Companhia ao dispensá-la de cumprir o disposto no art. 2º, d, da ICVM 10/80<sup>8</sup>. Além disso, observou que, a Decisão do Colegiado acabou não tendo aplicação prática nenhuma, uma vez que 27 dias após sua deliberação, foi publicado fato relevante com o Aditivo ao Acordo.

22. Pontuou o que entendeu ser uma incongruência entre o Pedido e o Aditivo. Segundo a SEP, o Aditivo preveria que caso a CVM se opusesse ao direito de preferência e não à cessão da Opção a terceiros pela PT SGPS, esta estaria condicionada apenas à aprovação em assembleia geral da Oi com direito de voto aos acionistas preferencialistas. Já o Pedido traria a informação de que a Companhia teria **imposto** a outorga do direito de preferência a fim de proteger a própria Companhia e seus acionistas (fls. 108/109). Assim, caso a CVM opte pela primeira opção, estaria arcando com o ônus de retirar da Oi a possibilidade de salvaguardar seus interesses e os de seus acionistas.

---

<sup>6</sup> “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**”. (grifos no original)

<sup>7</sup> Pelo desrespeito ao veto determinado no art. 2º, da ICVM 10/80 e por considerar que houve benefício injustificado ao controlador, entre outros (fl. 104).

<sup>8</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;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

23. Para a Diretora Relatora, a Opção seria consequência da comutatividade do negócio, ou seja, o meio de possibilitar à PT SGPS desfazer a permuta<sup>9</sup>. Além disso, a condição inicial era de que a Opção não poderia ser cedida ou transferida a terceiros sem o consentimento da Oi<sup>10</sup>, o que levou a Diretora Relatora a concluir que o acordo inicial seria um negócio comutativo.

24. Para SEP, ainda que o acordo inicial previsse a possibilidade de a Oi autorizar a transferência ou cessão da Opção por parte da PT SGPS, essa seria um direito não oneroso, enquanto que o direito de preferência agora proposto, para ser exercido, traria custos à Companhia.

25. Enquanto antes, na eventualidade de aparecimento de um interessado na aquisição da Opção que fosse inconveniente à Oi, esta poderia simplesmente vetar a operação, agora, no formato proposto, a Companhia estaria obrigada a pagar à PT SGPS o mesmo valor ofertado pelo interessado na Opção.

26. Assim, a Superintendência entendeu que a decisão do Colegiado teria sido específica para aquelas condições apresentadas e, ao se modificar as premissas, a questão deveria ser reavaliada pelo mesmo órgão.

27. Ressaltou que, como o Aditivo prevê que a Companhia poderia recomprar a Opção pagando em ações, a PT SGPS poderia acabar recebendo, na prática, uma quantidade significativa de ações, pois, ainda que a Opção tenha perdido bastante valor desde seu lançamento, as ações também sofreram grande depreciação (por volta de R\$2,00 para R\$0,38 – equivalente após grupamento de 10:1).

28. A área técnica também chama atenção para o fato de que já havia manifestado o entendimento de que o Acordo traria benefícios particulares injustificáveis aos acionistas da

---

<sup>9</sup> Voto da Diretora Relatora Luciana Dias no âmbito do Processo CVM RJ2014-11297, apreciado em 04/03/2015: “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.”

<sup>10</sup> Trecho do mesmo voto da Diretora Relatora: “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’, 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.”





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PT SGPS. Com o Aditivo, essa situação seria agravada, pois a justificativa da Companhia estaria toda baseada em condições favoráveis exclusivamente à PT SGPS.

29. A afirmação de que a possibilidade de transferência da Opção pela PT SGPS seria uma oportunidade de capitalização da Oi seria frágil, pois essa era uma prerrogativa que a Companhia já possuía na operação aprovada pela CVM, e seria a única contrapartida apresentada pela Companhia para justificar o Aditivo (fl. 111).

30. A alteração proposta traria benefícios à PT SGPS e apenas desvantagens para a Oi, posto que esta perderia o poder de veto na transferência da Opção, passando a ter que fazer oferta de compra da Opção no caso da ocorrência da mesma situação. Também seria confuso o fato de a Oi afirmar que o direito de preferência é uma salvaguarda importante à Companhia e a seus acionistas, mas admitir abrir mão desse direito caso a CVM não autorize as negociações privadas, desde que se mantenha a possibilidade de a PT SGPS ceder a Opção.

31. O benefício da PT SGPS, assumido no pedido, seria poder capitalizar-se com a venda da Opção. Assim, uma das premissas adotadas pela Diretora Relatora no âmbito do Processo RJ2014-11297, de que não havia benefício ao “controlador”, estaria rompida. Diante do Aditivo, não ficaria difícil avaliar que haveria benefício injustificado à PT SGPS.

32. Assim, a área técnica concluiu entendendo que, antes de avaliar os pedidos apresentados, o Colegiado deveria decidir se o Aditivo modifica as condições avaliadas e aprovadas no âmbito do Processo RJ2014-11297.

33. Para a SEP, o Aditivo deveria ser entendido como mudança material que descumpriria os termos da autorização anterior, de forma que não poderia ser celebrado nas condições apresentadas. Isso porque ele ampliaria os benefícios ao Controlador sem qualquer contrapartida à Oi e exporia a Companhia a possível ônus financeiro e patrimonial que não fora previsto anteriormente.

34. A outorga do direito de preferência não deveria ser matéria de deliberação da CVM, sendo somente resultado de um acordo negocial entre as partes.

35. Já os pedidos de transferência privada da Opção da PT SGPS para a Oi e das ações das Subsidiárias da Oi para a PT SGPS deveriam ser negados em vista de ser uma concessão injustificada de benefícios à PT SGPS.

36. Além disso, haveria dificuldade em se definir o valor de mercado para a Opção, uma vez que este guardaria relação direta com o valor da ação, que estaria valendo 5,3 vezes menos que na época do aumento de capital. A SEP admite que o método de cálculo do preço



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

das ações sugerido<sup>11</sup> pela Companhia seja o “preço de mercado”, mas questiona se esse seria o melhor valor a ser usado nessa operação.

37. Finalmente, a área técnica pontuou que, caso o Colegiado aprove o pleito da Companhia, seria adequado conceder direito de voto aos acionistas preferencialistas e garantir que, pelo menos, a PT SGPS e suas controladas não participassem da votação (grifo no original).

### V. Nova manifestação da SEP

38. Em 21/09/2015, a SEP encaminhou novo memorando no qual avaliou o impacto do arquivamento, em 22/07/2015, de um aditivo ao acordo de acionistas da Companhia que alterou a estrutura acionária da Oi de forma que, em princípio, não seria mais razoável considerar a PT SGPS como controladora da Companhia (fls. 121-124).

39. Para a área técnica, *“a nova condição da PT SGPS, não mais parte do grupo de controle não teria um impacto na análise, uma vez que a avaliação diz respeito à decisão anterior do Colegiado e não à condição atual do acionista”* (fl. 123).

40. Com relação aos demais pontos analisados no relatório de análise anterior, a SEP manteve sua posição em todos eles, mesmo com a mudança na estrutura de controle da Companhia.

41. É o relatório.

### Voto

42. Inicialmente, quando à preliminar relacionada à aplicação ao presente caso da recentemente editada ICVM 567, entendemos que o pleito deve ser rejeitado, não apenas em virtude de a referida instrução ter ressaltado que as operações em andamento (“anunciadas”) permaneceriam sujeitas às regras da ICVM 10 (art. 20, parágrafo único), como também porque o aditamento proposto altera as bases da operação que foi “excepcionalmente” permitida pelo colegiado da CVM (como será adiante demonstrado), o que tornaria imprescindível, para alterações substanciais da modelagem da operação, nova provação do colegiado, sob pena de ficar degenerada a própria decisão colegiada original.

---

<sup>11</sup> “A quantidade de ações ordinárias a serem dadas em pagamento do preço da Opção no exercício do Direito de Preferência será calculada com base na cotação média ponderada por volume dos 5 pregões anteriores à data do envio da notificação pela Oi” (fl. 8).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

43. O pedido em análise está intimamente relacionado à decisão colegiada proferida em 04/03/2015, no bojo do Processo CVM RJ2014/11297 (“Decisão do Colegiado”), quando se autorizou que a Oi S.A.) realizasse: (i) operação de permuta de ações de suas subsidiárias com a controladora PT SGPS pelos títulos inadimplidos que haviam sido utilizados para integralizar aumento de capital da Companhia em 06/05/2014 (“Permuta” e “Oferta”); e (ii) criação, concomitantemente, de Opção à PT SGPS para a recompra de tais ações (“Opção”), que seria autorizada pela CVM com fulcro nas regras das instruções CVM nº 10/80 e nº 390/03.

44. Após aprovação da CVM e efetiva realização da operação de permuta com a emissão das opções em favor da PT SGPS, a Oi vem agora solicitar autorização para alterar as regras anteriormente aprovadas, por meio de aditivo ao acordo original (“Aditivo” e “Acordo”) que preveria:

- i) a criação de direito de preferência à Oi para adquirir as opções da PT SGPS, caso esta pretenda ceder ou transferir as Opções a terceiros;
- ii) a possibilidade de transferência de forma privada das opções detidas pela PT SGPS para a titularidade da Oi, caso esta venha a exercer Direito de Preferência pela Oi;
- iii) a possibilidade de a Oi quitar o preço de aquisição das Opções por meio de dação em pagamento de ações de sua própria emissão, caso venha a ser exercido o Direito de Preferência.

45. No anterior pedido, a Requerente requereu autorização da CVM, com fulcro no art. 23 ICVM nº 10/1980<sup>12</sup>, para realizar uma série de operações que demandariam a dispensa da aplicação de diversos dispositivos das instruções CVM nº 10/1980 e nº 390/2003, com a finalidade de viabilizar a concretização do Acordo firmado com PT SGPS, sua controladora na ocasião.

46. Tal acordo teria, conforme afirma a própria Requerente, o objetivo de minimizar o impacto do inadimplemento, por parte da Rio Forte Investments S.A., de títulos por ela emitidos no valor de €897 milhões (“Títulos”), que foram utilizados pela PT Portugal SGPS S.A. e pela Portugal Telecom International Finance BV para integralizar o aumento de capital da Oi de 06/05/2014. A Oi alegou, em essência, a necessidade de recompor a situação em virtude do inadimplemento dos títulos utilizados na integralização, sem o ingresso em disputas judiciais que poderiam vir a ser custosas e potencialmente danosas aos próprios acionistas.

---

<sup>12</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.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

47. Diante disso, o Colegiado analisou a questão e autorizou as dispensas solicitadas em reunião realizada em 04/03/2015, desde que (i) o Acordo fosse submetido à aprovação da assembleia geral de acionistas; e (ii) fosse conferido aos acionistas preferencialistas direito de voto em tal deliberação.

48. No pedido anterior, ao analisar eventual benefício da controladora da Oi, a Diretora Relatora salientou que, no caso concreto, somente faria sentido que a permuta fosse feita com a PT SGPS (já que fora a única que contribuira com esses títulos na Oferta) e que os indícios de privilégio apontados pela área técnica não seriam robustos suficientes para inviabilizar a dispensa de cumprimento do referido artigo.

49. Especialmente com relação à cessão da Opção, apontada pela SEP como uma eventual vantagem injustificada à PT SGPS, a Diretora Relatora deixou claro em seu voto que “[e]mbora 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”.

50. Ressaltou, ainda, a então Diretora Luciana Dias, que o contrato da Opção previa algumas restrições à PT SGPS que garantiriam a comutatividade do negócio, sendo uma delas justamente a impossibilidade de cessão das opções sem o consentimento da Oi. Transcreve-se, por esclarecedor, o trecho pertinente do referido voto:

“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”, embora possa transferi-la a uma subsidiária integral**”. (grifos meus)

51. Concluiu, então, a Diretora Relatora que “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”.

52. Ocorre que, diante das novas condições apresentadas agora pela Requerente, alguns dos próprios pressupostos que justificaram a decisão anterior tornar-se-iam insubsistentes, o



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que poderia abalar o fundamento de comutatividade que embasou a decisão anterior do colegiado.

53. Assim, concordo com a opinião da área técnica de que a celebração do Aditivo traria alterações nas condições apreciadas na Decisão do Colegiado, havendo forte indício de benefício à acionista PT SGPS, nada obstante esta ter perdido a posição de controladora da Oi.

54. Observe-se que, nos termos do item 5.5.1 do Acordo original<sup>13</sup>, já existe a possibilidade de transferência das opções a terceiros, o que destrói a alegação da Requerente de que a alteração seria importante para permitir a capitalização da Oi através do ingresso de novo acionista que adquirisse a opção.

55. Ocorre que essa possibilidade de “capitalização” já estaria atendida pelo acordo original, que não proíbe a cessão da opção para terceiros, mas apenas condiciona essa cessão à aprovação da Oi.

56. A diferença substancial entre as regras do contrato original e do aditivo proposto, no que se refere à cessão das opções, é que, pelas regras originais, a Oi poderia simplesmente vetar a cessão para um terceiro quando dela discordasse, enquanto que, pelas regras do aditivo, caso ela não concordasse com o ingresso desse terceiro interessado nas opções, a Oi teria que pagar um valor para a PT SGPS, adquirindo as opções, como forma de inviabilizar ingresso desse terceiro indesejado.

57. Nesse contexto, a requerente não conseguiu justificar o interesse para alteração das bases da operação que foi excepcionalmente aprovada pelo colegiado em março do presente ano, a qual foi expressa no sentido de que as opções outorgadas à PT SGPS seriam admissíveis extraordinariamente, apenas para recompor a sua participação em decorrência da devolução de ações decorrentes da inconsistência dos bens por ela aportados para integralização do capital da Oi, mas com a ressalva de opções não poderiam jamais ser cedidas sem a aprovação discricionária da Oi.

58. A requerente deveria ter apresentado justificativas robustas para a alteração dessas premissas que embasaram a decisão colegiada anterior, o que não ocorreu no presente processo. Na realidade, quando cotejadas as regras do aditamento proposto com as do instrumento original, chega-se a um quadro em que até mesmo se poderia cogitar de ato de

---

<sup>13</sup> Item 5.5.1 do Contrato de Opção de Compra de Ações e Outras Avenças (fl.41 – verso): “*Sem o prévio e expresso consentimento da Oi, a PT SGPS não poderá 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*”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

liberalidade em benefício da PT SGPS (art. 154, § 2º, “a”, da LSA), uma vez que o direito de veto à cessão das opções que poderia ser exercido gratuitamente passaria a representar um ônus para a Oi (compra das opções).

59. Resumindo: o Aditivo criaria um ônus para a Companhia sem que ficasse claro qual seria contrapartida substancial em seu favor, uma vez que o suposto benefício de vetar o ingresso de terceiros indesejados já existe no acordo original, sendo que a única diferença, nesse aspecto, consistiria em que, pelas suas regras originais, esse direito poderia ser exercido sem qualquer custo pela Oi, o que não mais persistiria na modelagem do Aditivo.

60. Desta forma, a alteração proposta não apenas deixou de apresentar justificativas substanciais para alteração da modelagem aprovada pelo Colegiado da CVM, como também altera as premissas que justificaram a aprovação anterior, o que inviabiliza o deferimento do pedido em análise.

61. Do exposto, voto pela rejeição integral do pedido formulado.

Rio de Janeiro, 15 de dezembro 2015.

**Gustavo Borba**  
Diretor-Relator