



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO RJ-2015-6282

Reg. Col. 9818/2015

Interessado: Oi S.A.

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

Diretor Relator: Gustavo Tavares Borba

DECLARAÇÃO DE VOTO

1. Como exposto pelo Relator deste processo, cuida-se de pedido formulado pela Oi S.A. (“Oi”, “Companhia” ou “Requerente”) de dispensa de cumprimento de determinados requisitos normativos da Instrução CVM nº 10/1980, tendo em vista o aditivo ao contrato celebrado em 8.9.2014 por meio do qual sociedades subsidiárias da Oi (“Subsidiárias Oi”) outorgaram à Pharol SGPS S.A. (nova denominação da Portugal Telecom SGPS S.A., “Pharol”) opção de compra de ações de emissão da Oi (“Opção”).
2. A referida Opção se insere no contexto maior do acordo alcançado pelas partes para solucionar as divergências relativas às aplicações financeiras realizadas em papéis de emissão da Rio Forte Investments, S.A. (“Títulos”) por sociedades à época controladas pela Pharol e que vieram a ser contribuídas em aumento de capital da Oi.
3. Além do aludido Contrato de Opção, o acordo previu ainda a realização de permuta na qual as Subsidiárias Oi entregariam à Pharol os Títulos, pelo seu valor de face, e a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Pharol em troca entregaria às Subsidiárias Oi ações ordinárias e preferenciais de emissão da Oi (“Permuta”).

4. Para efetivar o acordo, a Companhia solicitou à CVM as seguintes dispensas de cumprimento de requisitos normativos: (i) art. 9º da Instrução CVM nº 10/1980, para permitir a transferência privada das ações objeto da Permuta; (ii) art. 2º, alínea “d”, da Instrução CVM nº 10/1980, para permitir a transferência, para a tesouraria da Companhia, de ações pertencentes à Pharol, à época dos fatos acionista controladora; (iii) art. 3º da Instrução CVM nº 10/1980 e art. 3º, inciso I, da Instrução CVM nº 390/2003, para fins de manutenção de ações em tesouraria acima do limite de 10%; (iv) art. 3º, inciso II, da Instrução CVM nº 390/2003, para permitir a transferência privada de ações à Pharol, caso a Opção seja exercida; (v) art. 3º, incisos III e IV, da Instrução CVM nº 390/2003, para fins de outorga da Opção à Pharol nos termos propostos; e (vi) art. 3º, inciso V, da Instrução CVM nº 390/2003, para afastar a necessidade de manutenção das ações permutadas em tesouraria como lastro da Opção.

5. Em reunião extraordinária ocorrida em 4.3.2015, o Colegiado deliberou a concessão das dispensas solicitadas, considerando a excepcionalidade das circunstâncias do caso e, ainda, a ausência de ofensa aos bens jurídicos tutelados pela regulamentação da CVM que cuida da negociação por companhias abertas com ações de sua própria emissão. Nada obstante, o Colegiado condicionou a concessão (i) à aprovação do acordo em assembleia geral; e (ii) à extensão do direito de voto aos acionistas titulares de ações preferenciais no referido conclave. Entendeu o Colegiado que a imposição dessas condições seria proporcional à dispensa do disposto no art. 2º, alínea “d”, da Instrução CVM nº 10/1980, que veda, especificamente, a aquisição por companhia aberta de ações de sua emissão pertencentes a acionista controlador.

6. Em cumprimento aos termos da decisão do Colegiado da CVM, em 26 de março de 2015, foi realizada Assembleia Geral da Oi, na qual acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais da Companhia aprovaram os termos e condições da Permuta e da Opção.

7. Ocorre que, logo após a referida assembleia de acionistas, Oi e Pharol ajustaram a celebração de aditivo ao contrato de Opção, com o fim de estabelecer (i) a possibilidade de a Pharol ceder a Opção a terceiros, e (ii) o direito de preferência para a Oi, em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

contrapartida, adquirir a Opção em caso de cessão (“Aditivo”). Em 31 de março de 2015, os termos e condições do Aditivo foram aprovados pelo Conselho de Administração da Oi, sob condição suspensiva de autorização pela CVM, além da aprovação dos termos do Aditivo pela assembleia geral de acionistas da Oi, com a extensão do direito de voto aos acionistas preferenciais no referido conclave.

8. Nessa esteira, em 18.6.2015, a Companhia apresentou à CVM pedido de dispensa dos seguintes requisitos normativos: (i) art. 3º, inciso II, da Instrução CVM nº 390/2003, para permitir a atribuição à Oi de direito de preferência para adquirir a Opção; (ii) art. 3º, inciso II, da Instrução CVM nº 390/2003, para permitir a transferência de forma privada da Opção detida pela Pharol para a titularidade da Oi, caso venha a ser exercido o direito de preferência; e (iii) art. 9º da Instrução CVM nº 10/1980, para autorizar o pagamento do preço de aquisição da Opção em ações de sua própria emissão, caso venha a ser exercido o direito de preferência.

9. Por meio de petição protocolada em 14.12.2015, a Companhia prestou esclarecimentos adicionais sobre o pedido de dispensa, tendo, nessa oportunidade, destacado em síntese que:

- (i) após a apresentação do pedido à CVM sobreveio a edição da Instrução CVM nº 567/2015, nos termos da qual já não se faria necessária a autorização da CVM para a eficácia do Aditivo, bastando, para esse fim, a sua aprovação em assembleia geral de acionistas;
- (ii) a Instrução CVM nº 567/2015 consolidou o entendimento – em certa medida já observado ao tempo da vigência da Instrução CVM nº 10/1980 – de que não caberia à CVM julgar a conveniência e a oportunidade de celebração do Aditivo, competindo tal juízo aos acionistas da Companhia;
- (iii) as alterações contratuais contempladas no Aditivo não modificam os termos fundamentais da Opção, que foram levados em consideração pelo Colegiado da CVM na decisão de 4.3.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. Face ao exposto acima e tendo em vista, ainda, a análise conduzida pela SEP no RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº125/2015 e o voto apresentado pelo Diretor Relator, creio importante abordar três questões antes de apresentar minhas conclusões: (i) a eficácia temporal das Instruções CVM nº 10/1980 e nº 390/2003; (ii) a fundamentação da decisão do Colegiado da CVM de 4.3.2015; e (iii) a necessidade de a CVM autorizar a possibilidade, prevista no Aditivo, de a Pharol ceder a Opção a terceiros, independentemente do prévio consentimento da Oi.

Eficácia temporal das Instruções CVM nº 10/1980 e nº 390/2003

11. O primeiro ponto a ser enfrentado diz respeito à incidência ao caso das regras previstas na Instrução CVM nº 567, editada em 17 de setembro de 2015, que, como se sabe, revogou expressamente (art. 19) as Instruções CVM nº 10/1980 e nº 390/2003.

12. De acordo com o art. 20, parágrafo único, da Instrução CVM nº 567, as novas regras não se aplicam às operações anunciadas antes da data de sua publicação. Tal preceito, portanto, reconhece a ultratividade das Instruções CVM nº 10 e nº 390, que, apesar de revogadas, continuam a produzir efeitos em relação às operações divulgadas ao mercado até 16 de setembro de 2015.

13. Conclui-se, desse modo, que os termos estipulados no Aditivo, anunciado ao mercado em 26.3.2015, devem ser examinados à luz das normas estabelecidas nas Instruções CVM nº 10 e nº 390. São essas as Instruções que disciplinam, *in totum*, os aspectos do Aditivo atinentes à negociação, pela Companhia, de ações de sua própria emissão e de opções referenciadas nessas ações.

A fundamentação da decisão do Colegiado da CVM de 4.3.2015

14. Como já mencionei, a Companhia pediu à CVM dispensa de cumprimento dos requisitos normativos estabelecidos no art. 3º, inciso II, da Instrução CVM nº 390/2003 e do art. 9º da Instrução CVM nº 10/1980, de modo a viabilizar a atribuição de direito de preferência à Oi em relação à transmissão da Opção pela Pharol. No entanto, ela não



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

solicitou à CVM autorização em relação a disposição fundamental estipulada no Aditivo, que diz respeito à própria transmissibilidade da Opção.

15. De acordo com os termos contratuais vigentes, a Pharol não pode, sem o prévio e expresso consentimento da Oi, dispor da Opção.¹ O Aditivo, porém, pretende permitir que a Pharol possa cedê-la independentemente do consentimento da Oi, que, nesse novo cenário, teria apenas preferência para adquirir a Opção, no lugar do terceiro ofertante.

16. A Companhia alega, a propósito, que o Aditivo não modifica os termos fundamentais da Opção. O argumento, porém, é contestado pela SEP, para quem a possibilidade de a Pharol ceder a Opção a outrem, dispensada a anuência da Oi, alteraria substancialmente as circunstâncias fáticas do caso, que justificaram as dispensas concedidas pelo Colegiado da CVM na decisão proferida em 4.3.2015.

17. Como se depreende da leitura do voto condutor apresentado, naquela oportunidade, pela Diretora Relatora Luciana Dias, a decisão do Colegiado, que concedeu as dispensas necessárias à efetivação da Permuta e da Opção, encontra-se fundamentada em três etapas argumentativas.

18. Em primeiro lugar, o Colegiado reconheceu a excepcionalidade das circunstâncias do caso concreto, a que alude o art. 23 da Instrução CVM nº 10/1980 e o art. 6º da Instrução CVM nº 390/2003, apta a justificar a autorização pela CVM de operações que não se ajustem às regras dos referidos diplomas normativos (§§ 28 a 32 do voto da Diretora Relatora).²

19. Em segundo lugar, o Colegiado examinou se restariam adequadamente preservados os bens jurídicos que as normas editadas pela CVM buscam proteger, ainda que a observância dessas normas, no caso, fosse escusada. Em outras palavras, verificou-se, à luz das circunstâncias do caso, se, não obstante a concessão das dispensas, os objetivos das

¹ Item 5.5.1 da Opção (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 Opção”.

² Leia-se no parágrafo 32 do voto da Diretora Relatora: “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, 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 nº 390, de 2003.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

regras seriam de outro modo satisfeitos (§§ 33 a 54 e 71 a 80 do voto da Diretora Relatora).³

20. Desse modo, e considerando a manifestação de entendimento da SEP, o Colegiado debruçou-se na análise das características da Permuta e da Opção com vistas a examinar a sua adequação aos fins regulatórios perseguidos pelas Instruções nº 10 e nº 390.

21. Nessa direção, uma das principais questões enfrentadas foi a dispensa de cumprimento do disposto no art. 2º, alínea “d”, da Instrução CVM nº 10/1980, que, como se sabe, veda a aquisição por companhia aberta de ações de sua emissão pertencentes a acionista controlador – conduta que, diga-se por oportuno, a Instrução nº 567/2015 continua a proibir. Divergindo da opinião da SEP, o Colegiado concluiu que não haveria óbice à concessão da referida dispensa, porque, dadas as características da Permuta e da Opção, não estaria evidenciada a situação de privilégio em favor da Pharol – então controladora da Oi – que a norma procura evitar.

22. Entre outros pontos considerados para firmar sua convicção, o Colegiado levou em conta, precisamente, a disposição contratual destinada a impedir a Pharol de dispor da Opção sem o prévio consentimento da Oi. Convém a propósito transcrever o seguinte trecho do voto da Diretora Relatora:

“52. Além disso, há certas restrições para a PT SGPS [Pharol] 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

³ Como se vê do parágrafo 33 do voto da Diretora Relatora: “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.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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.”

23. Enfim, superadas essas etapas da análise do pedido apresentado pela Companhia, o Colegiado entendeu que seria adequado e proporcional condicionar a dispensa de observância do disposto no art. 2º, “d”, da Instrução CVM nº 10/1980 à aprovação tanto da Permuta como da Opção em assembleia geral de acionistas da Companhia, assegurado o direito de voto aos acionistas titulares das ações preferenciais. O Colegiado considerou adequada tal condição, uma vez que permitiria aos acionistas da Oi avaliar a comutatividade dos referidos contratos e julgar a conveniência e a oportunidade de sua celebração (§§ 55 a 70 e 81 do voto da Diretora Relatora).

24. Em suma, todo o exposto acima serve para evidenciar dois aspectos da decisão proferida pelo Colegiado. O primeiro é que, de fato, a CVM não julgou a conveniência e a oportunidade de celebração da Permuta e da Opção, assim como não lhe caberia emitir juízo semelhante a respeito do Aditivo. Como visto, tal avaliação foi realizada pelos acionistas da Companhia, reunidos em assembleia geral.

25. O segundo é que compete à CVM, ao examinar pedido de dispensa de cumprimento de requisito normativo, avaliar se os objetivos da norma encontram-se resguardos por outro meio. E foi exatamente isso que o Colegiado fez em sua decisão de 3.4.2015, tendo concedido a dispensa ao disposto no art. 2º, alínea “d”, da Instrução CVM nº 10/1980, porque (e somente porque) entendeu que a Opção, dadas as suas características, não proporcionaria privilégio algum à Pharol.

Necessidade de a CVM autorizar a possibilidade de a Pharol ceder a Opção a terceiros, independentemente do prévio consentimento da Oi



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

26. A decisão da CVM que autoriza a realização de operações sem a observância de determinados requisitos normativos é, por natureza, circunstanciada. Nessa direção, o art. 23 da Instrução CVM nº 10/1980 estabelece que “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” (grifou-se). Os termos do art. 6º da Instrução CVM nº 390/2003 são semelhantes.

27. Isso significa que, ao conceder determinada dispensa, a CVM tem em conta a realidade descrita nos autos, apta a justificar, na sua avaliação, a medida excepcional. A dispensa, por outras palavras, encontra-se plenamente vinculada ao dado fático subjacente ao pedido formulado pelo requerente, de modo que a sua eficácia fica adstrita às circunstâncias que motivaram o seu deferimento.

28. Desta feita, a permissão, para que determinado ajuste contratual produza, regularmente, efeito que não se amolda a certa norma regulamentar, é concedida pela CVM sob a condição (lógica e jurídica) de que os termos do aludido negócio, apreciados por ocasião do deferimento do pedido, sejam mantidos inalterados. Isso porque a avaliação das qualidades do acordo é, via de regra, razão determinante para a decisão da autarquia.

29. Voltando ao caso em apreço, verifica-se que o Aditivo procura alterar uma das características da Opção que foi considerada pelo Colegiado da CVM em sua decisão de 4.3.2015. Como já visto, o voto da Diretora Relatora esclarece que a dispensa ao disposto no art. 2º, alínea “d”, da Instrução CVM nº 10/1980 foi concedida porque se entendeu que a Opção não consubstanciava situação de privilégio em favor da Pharol. E para alcançar tal entendimento, o Colegiado teve em conta, especificamente, o fato de não ser possível a transmissão da Opção sem prévio consentimento da Oi.

30. Diante disso, é forçoso concluir que o Aditivo, nesse ponto, altera substancialmente os termos da Opção, que foram levados em consideração pelo Colegiado da CVM e justificaram a dispensa ao disposto no art. 2º, alínea “d”, da Instrução CVM nº 10/1980.

31. Daí que, para produzir efeitos regularmente, essa disposição do Aditivo deveria ser previamente autorizada pela CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Conclusões

32. A Companhia, contudo, não formulou pedido nesse sentido. Ainda que tivesse sido – e talvez seja o caso de considerá-lo implícito na petição apresentada em 18.6.2015 – entendendo que não caberia deferi-lo, pois, como procurei expor ao longo deste voto, o Aditivo procura alterar cláusula contratual, que foi especificamente considerada pelo Colegiado para concluir que a Opção não proporcionaria privilégio à Pharol. Por essa razão, parece-me inoportuno e inconveniente rever nesse ponto a decisão do Colegiado de 4.3.2015.

33. Por conseguinte, entendo que resta prejudicado o pedido apresentado pela Companhia quanto à dispensa de cumprimento ao disposto no art. 3º, inciso II, da Instrução CVM nº 390/2003 e no art. 9º da Instrução CVM nº 10/1980.

34. Feitas as observações acima, acompanho a conclusão do Diretor Relator quanto ao indeferimento integral do pedido formulada pela Oi.

Rio de Janeiro, 16 de dezembro de 2015

Pablo Renteria

DIRETOR