



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2014/5297

Reg. Col. nº 9179/2014

Interessado: Tempo Capital Principal Fundo de Investimento de Ações

Assunto: Recurso contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE que não acatou reclamação sobre oferta pública de ações de emissão da Oi S.A. que, supostamente, provocaria diluição injustificada dos acionistas minoritários e estaria se realizando em condições que não assegurariam tratamento equitativo aos seus destinatários e aceitantes.

Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes

RELATÓRIO

I. DO OBJETO

1. Trata-se de recurso interposto por Tempo Capital Principal Fundo de Investimento de Ações (“**Tempo Capital**” ou “**Recorrente**”) contra entendimento manifestado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, que decidiu pelo arquivamento da sua reclamação sobre irregularidades na oferta pública de distribuição primária de ações (“**Oferta**”) de emissão da Oi S.A. (“**Oi**” ou “**Companhia**”), como: (i) a diluição injustificada dos acionistas minoritários, em suposta violação ao art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e (ii) a realização em condições que não assegurariam tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes da Oferta, em suposta violação ao art. 21 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

II. DOS FATOS

2. Em 10.3.2014, durante a análise do pedido de registro de oferta pública de distribuição primária de ações preferenciais e ordinárias de emissão da Oi, a Tempo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Capital, na qualidade de acionista minoritária, apresentou reclamação à CVM nos seguintes termos (fls. 66/82):

- a) A Oferta pretendida pela Oi estaria sendo objeto de manifestações de rejeição por parte significativa dos seus acionistas minoritários, especialmente no que diz respeito aos aspectos financeiros da operação e aos direitos fundamentais dos acionistas previstos na Lei nº 6.404, de 1976 (por exemplo, direito de recesso, direito de voto e direito de *tag along*). Inclusive, a Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC teria proferido manifestação¹ ressaltando, entre outras coisas, o efeito dilutivo que o aumento de capital, de cuja Oferta seria etapa fundamental, provocará para os atuais acionistas minoritários;
- b) A verificação do efeito dilutivo de uma oferta não depende apenas da adoção de um critério de definição do preço de emissão das ações previsto em lei, mas se a adoção deste critério, na operação pretendida, provoca ou não este efeito dilutivo. Assim, mesmo a Oi tendo adotado um dos critérios referidos nos incisos do §1º do art. 170, da Lei nº 6.404, de 1976², pode a operação levar à diluição injustificada dos antigos acionistas;
- c) Conforme descrito no próprio prospecto, a Oferta compreende contribuições em dinheiro, mas também em bens da Portugal Telecom SGPS S.A. (“PT”), que subscreveria parte das ações. Porém, a proposta é de adoção de um duplo critério de avaliação, um para cálculo do valor de emissão das ações e outro para definição do valor dos bens da PT que serão integralizados no capital social;
- d) Para definição do valor dos bens, o Laudo de Avaliação teria utilizado o critério econômico financeiro, porém a definição de tal critério não teria sido escolha da instituição financeira que elaborou o laudo de avaliação, mas uma pré-determinação da própria Oi, vinculada aos interesses negociados por PT e

¹ Manifestação no âmbito do Processo CVM nº RJ 2013/13368.

² “§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

integrantes do bloco de controle da Companhia, nos termos do Memorando de Entendimento celebrado entre as partes (“MOU”);

- e) A Superintendência de Relações com Empresas – SEP³ teria concluído, no âmbito do Processo CVM nº RJ2013/10913, que pelo valor de cotação em bolsa a PT estaria sendo avaliada em aproximadamente R\$3,6 bilhões ao passo que a avaliação mínima acordada no MOU seria de R\$5,720 bilhões. Assim, seria quase que 50% mais vantajoso adquirir ações da PT por meio de uma Oferta Pública de Ações no mercado português do que pela maneira como estaria sendo avaliada a PT na subscrição das ações da Oi;
- f) A Oferta estaria propondo, portanto, a emissão de ações por um preço definido por um critério que subprecificaria a ação em relação ao valor patrimonial da Oi, enquanto a integralização de bens seria avaliada por outro critério que superprecificaria os bens da PT em relação ao valor patrimonial. Estes fatos permitiriam concluir que a adoção deste duplo critério de avaliação provoca a diluição injustificada dos antigos acionistas da Oi;
- g) Registra ainda que “*constitui-se em modalidade de abuso de poder de controle ‘a promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desarrazoadas, inclusive mediante a incorporação, sob qualquer modalidade, de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas [...]’*, consoante o item VIII, da Instrução CVM no. 323, de 19 de janeiro de 2000.”;
- h) A Oferta também não estaria oferecendo condições que assegurassem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes, pois enquanto os que participam da Oferta com dinheiro (que seriam todos, exceto a PT) teriam suas contribuições avaliadas pelo seu valor patrimonial, a PT, que participará com bens, teria sua contribuição avaliada pelo critério econômico-financeiro, que tem o valor econômico calculado pelas metodologias de fluxo de caixa descontado e da avaliação por múltiplos de mercado;

³ Trecho do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 90/13: “89. Verifica-se que, com base nas cotações de mercado das ações das companhias envolvidas o valor dos Ativos (após a saída de caixa da Portugal Telecom para capitalizar as holdings AG e LF, aumentando a dívida líquida (dívida onerosa bruta menos caixa) da Portugal Telecom) seria da ordem de R\$ 3,6 bilhões (item 4 da tabela), significativamente inferior à avaliação mínima acordada no MOU, de R\$ 5,8 bilhões (R\$ 2,2 bilhões de diferença).”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- i) Embora a PT e todos os demais interessados em participar da Oferta sejam seus destinatários, estar-se-ia conferindo um benefício injustificado a PT que não teria sido atribuído equitativamente a todos os demais acionistas, ou seja, “[...] *está sendo atribuído um ágio exclusivamente à contribuição de PT (diferença entre o valor patrimonial e o valor atribuído do Patrimônio Operacional da PT), no montante de aprox. R\$ 3,565 bilhões.*”;
- j) Cita ainda o entendimento da CVM, externado por meio do Parecer de Orientação nº 1, de 1978, que recomenda que o preço de emissão das ações deva se ajustar às condições da operação concreta e aplicar, sempre que possível, os três critérios previstos nos incisos do §1º do art. 170, da Lei nº 6.404, de 1976⁴, ponderadamente. Além disso, a escolha do critério determinante deveria ser objeto de justificativa pormenorizada, o que não foi feito, contrariando o disposto no § 7º do mesmo art. 170⁵;
- k) A escolha do critério teria o objetivo de efetivamente provocar o efeito dilutivo e possibilitar o atendimento da negociação conduzida pelo grupo de controle da Oi. Isto porque apenas por meio dessa diluição a PT conseguiria chegar à participação final de 36,6% a 39,6% do capital social, percentual negociado como condição para equalização das dívidas dos demais integrantes do grupo de controle;
- l) Como os demais acionistas da Oi e demais destinatários da Oferta não compartilham do mesmo interesse negocial dos controladores, seria preciso o oferecimento de uma justificativa válida que explicasse a escolha do critério em detrimento de outros que mitigariam a diluição; e
- m) Apresenta uma série de omissões e equívocos cometidos pela Oi quando da elaboração do Prospecto da Oferta, deixando de prestar esclarecimentos necessários à avaliação da mesma, quais sejam:

⁴ “§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

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

⁵ “§ 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (i) Omissão quanto ao direito de recesso dos acionistas em decorrência da operação societária;
- (ii) Falta de esclarecimento sobre a relação entre o Banco BTG Pactual S.A. (Coordenador Líder da Oferta) e os controladores da Oi;
- (iii) Inadequada explicação da destinação dos recursos obtidos com a Oferta;
- (iv) Ausência de esclarecimentos sobre a contribuição da PT na Oferta;
- (v) Falta das demonstrações financeiras referentes aos exercícios de 2011 e 2012;
- (vi) Falta de transparência na declaração de ausência de conflito de interesses dos Coordenadores da Oferta; e
- (vii) Incompletude das informações de Composição do Capital Social.

3. Em 18.3.2014, a SRE⁶ oficiou a Oi para que se manifestasse acerca das alegações da Tempo Capital (fl. 89).

II.1. Da manifestação da Oi:

4. Em 28.3.2014, a Oi respondeu nos seguintes termos (fls. 118/133):
- a) A reclamação da Tempo Capital é apenas mais uma tentativa de criar obstáculos à tomada de importantes decisões pela Oi, e grande parte das alegações já teria sido analisada e rechaçada pelo Colegiado da CVM, no âmbito do Processo CVM nº RJ2013/10913;
 - b) A operação aqui analisada estaria em consonância com as normas legais e regulamentares aplicáveis, tornando a reclamação mais um exemplo de atuação da Tempo Capital na busca de inviabilizar a operação de vital interesse para a Oi;
 - c) Esclarece que, ao contrário do que estaria sendo alegado pela Tempo Capital, não existem dois preços de emissão das ações na Oferta. O único preço de emissão existente teria sido calculado com base em procedimento de coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*), processo que assegura a lisura e independência da formação do preço. Por possuir apenas terceiros independentes, este processo resultaria, indubitavelmente, em preço comutativo;

⁶ Ofício/CVM/SRE/GER-2/Nº53, de2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- d) A própria CVM já teria reconhecido o *bookbuilding* como processo de formação de preço justo, como se depreende do PAS CVM nº RJ2009/8316⁷ que teve como relatora a Diretora Luciana Dias. Segundo a Oi, “[...] *todas as ofertas públicas de distribuição de ações que ocorreram no mercado brasileiro de valores mobiliários, desde a edição da Instrução CVM nº 400/03, adotaram o procedimento de bookbuilding para o estabelecimento do preço de emissão no respectivo aumento de capital.*”;
- e) Este mesmo preço será o de emissão de todas as ações ordinárias e preferenciais, e qualquer participante da Oferta receberá quantas ações representarem seu investimento, considerando o mesmíssimo preço de emissão e procedimento de apuração;
- f) A Oi sustenta que a avaliação dos ativos da PT atendeu a todos os requisitos legais, particularmente àqueles descritos no art. 8º da Lei nº 6.404, de 1976. Nas palavras da Oi: “[...] *foram eles [os ativos] avaliados por instituição financeira independente, de reconhecida experiência e qualidade, tendo sido aprovados, em assembleia da Companhia, realizada em 27 de março, a referida avaliação e o preço atribuído aos Ativos PT para fins da capitalização da Companhia. Desnecessário dizer, ainda, de que em tal deliberação não participou a própria Portugal Telecom [...]*”;
- g) Quanto ao critério de avaliação dos bens, destaca que a PT não irá conferir ações de sua emissão ao capital da Oi, mas sim ativos, que não são negociados publicamente, sendo impossível a avaliação por seu “valor de mercado”. Desta forma, é inteiramente improcedente a pretensão da Tempo Capital de utilizar a cotação das ações de emissão da PT para definir a avaliação desses ativos;
- h) As próprias manifestações da CVM⁸ e a melhor doutrina societária⁹ demonstram que o critério econômico representa o método de avaliação mais adequado para a

⁷ Trecho de voto proferido pela Diretora Luciana Dias: “A CVM tem, portanto, reconhecido que o valor justo das ações pode ser aferido por um processo de negociação entre partes independentes e que o preço de emissão numa oferta pública de ações pode ser determinado pela composição das intenções de investimento de partes não relacionadas à companhia ou aos coordenadores”.

⁸ Cita seguinte trecho do Termo de Acusação referente ao PAS RJ2012/12961: “104. Em primeiro lugar, prevalece o entendimento de que, no caso da sociedade adquirida não possuir suas ações negociadas em mercado, o critério de cotação em bolsa ou mercado de balcão, disposto no referido dispositivo legal, não se aplica. Não foram identificados precedentes desta Autarquia ou operações divulgadas em mercado em que, sendo a sociedade adquirida de capital fechado, tenham sido consideradas as cotações das ações de uma controlada ou subsidiária, para fins da alínea ‘a’ do inciso II do artigo 256.”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

determinação do valor dos ativos da PT, sobretudo considerando não haver preço de mercado para tais ativos;

- i) Considera que seria uma temeridade do avaliador, ao invés de adotar um critério usual, tradicionalmente aceito e reconhecido por todos, e previsto inclusive na Instrução CVM nº 361, de 2002, se lançar numa aventura. Ressalta-se, nesse ponto, que o avaliador, nos termos do art. 8º da Lei nº 6.404, de 1976, tem responsabilidade específica a respeito do laudo, inclusive criminal;
- j) Apresenta carta do banco avaliador na qual afirma que o critério não lhe foi imposto, mas concordava que era efetivamente o melhor critério para avaliar os ativos da PT (fl. 135). Segundo a Oi, toda a metodologia de avaliação foi definida inteiramente e exclusivamente pelo próprio avaliador;
- k) Sustenta que é natural que o aporte dos ativos pela PT gere um aumento de participação da empresa subscritora e, em contrapartida, uma diluição das participações dos acionistas minoritários. Essa diluição não decorre, portanto, da contribuição à Oi de ativos que, uma vez avaliados, se tornam um montante em reais, e não do critério de avaliação utilizado;
- l) Não há de se falar em tratamento não equitativo para os participantes da Oferta, pois a avaliação dos bens da PT passou por todos os procedimentos legais (avaliação por instituição independente, aprovação do laudo na Assembleia Geral da Companhia, etc...), assegurando a conversão dos bens em dinheiro por preço justo. Nas palavras da Oi *“O fato de a Oferta prever contribuição em bens e dinheiro não pode ser tido como tratamento não equitativo pela simples razão de que o bem uma vez avaliado e seu valor aprovado em assembleia equivale a dinheiro, de modo que, a rigor, quem contribui em bens e quem contribui em dinheiro concorre em igualdade de condições.”*;
- m) Não há incompatibilidade jurídica entre a contribuição em bens e o aumento de capital por distribuição pública, como se verifica do art. 170, §6º da Lei nº 6.404, de 1976¹⁰;

⁹ Cita Modesto Carvalhosa em “Estudos de direito empresarial/Modesto Carvalhosa, Nelson Eizirik”. São Paulo: Saraiva, 2010. P. 147 e 148.

¹⁰ “Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

(...)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- n) Sobre a necessidade de justificativa pormenorizada para a escolha dos critérios que estabeleceriam o preço de emissão das ações, entende que a mesma não se faria necessária nesse tipo de Oferta. O precedente¹¹ citado pela Tempo Capital como exemplo em que foi exigida tal justificativa, se referia a um aumento de capital privado, e não a uma oferta pública;
- o) Em outro precedente mais recente¹², a mesma Diretora Relatora, Luciana Dias, reconheceu o entendimento da CVM de que o processo de formação de preços de uma oferta pública (procedimento de *bookbuilding*) é aceito como forma de evidenciar o cumprimento do art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976; e
- p) No tocante às supostas inconsistências e omissões no Prospecto da Oferta, a Oi ressalta que o mesmo ainda estaria sob revisão da CVM, e que as informações nele contidas ainda poderiam ser complementadas, em atendimento às exigências formuladas¹³. Ainda assim, a Oi rebate cada ponto apontado pela Tempo Capital.

II.2. Do entendimento da SRE:

5. Em 06.5.2014, a SRE¹⁴ respondeu às alegações formuladas pela Tempo Capital (fls. 137/139).

6. Inicialmente, informa que o expediente protocolado se deu no curso da análise a respeito da primeira documentação referente ao pedido de registro da Oferta. Tais documentos continham inconsistências e lacunas que foram objeto de exigências em duas oportunidades, nos termos dos artigos 8º e 16 da Instrução CVM nº 400, de 2003¹⁵. Porém,

§ 6º Ao aumento de capital aplica-se, no que couber, o disposto sobre a constituição da companhia, exceto na parte final do § 2º do artigo 82.”.

¹¹ PAS CVM nº RJ 2012/7767.

¹² PAS CVM nº RJ 2009/8316, julgado em 09.4.2013.

¹³ Ofício/CVM/SRE/SEP/nº06/2014.

¹⁴ Ofício/CVM/SRE/GER-2/nº97/2014.

¹⁵ “Art. 8º A CVM terá 20 (vinte) dias úteis, contados do protocolo, para se manifestar sobre o pedido de registro acompanhado de todos os documentos e informações que devem instruí-lo, que será automaticamente obtido se não houver manifestação da CVM neste prazo.”

“Art. 16. O pedido de registro poderá ser indeferido nas seguintes hipóteses:

[...]



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de acordo com o entendimento da SRE, tais exigências foram adequadamente corrigidas, resultando na concessão do registro da Oferta em 29.04.2014.

7. Em relação ao argumento de que existiriam critérios distintos para precificação das ações objeto da Oferta e para avaliação dos ativos da PT, a SRE entendeu que o art. 170 c/c 82 e seguintes da Lei nº 6.404, de 1976¹⁶ permite a integralização de ações em bens e que, no caso concreto, a integralização atendeu a todos os requisitos legais, com o laudo de avaliação sendo aprovado em AGE, e com isso os bens passaram a ser tratados como se fossem dinheiro.

8. O Colegiado já havia se manifestado sobre o caso, decidindo permitir o voto dos acionistas controladores, à exceção da própria PT, na referida AGE que aprovou o laudo de avaliação dos bens da PT. Naquela oportunidade¹⁷, tanto a manifestação da área técnica, quanto as manifestações da Diretora Relatora, Luciana Dias, e da Diretora Ana Novaes, deixavam claro que se tratava de caso de aumento de capital por subscrição pública integralizada em bens.

9. No entender da SRE, como o processo de precificação ocorreu por intermédio de coleta de intenções de investimento de investidores institucionais (*bookbuilding*), e tal procedimento é reconhecido como válido pela CVM, nos termos do art. 23, §1º e art. 44 da Instrução CVM nº 400, de 2003, não há de se falar em diluição injustificada dos outros acionistas.

10. Relativamente à possível realização da Oferta em condições que não assegurem o tratamento equitativo aos seus destinatários e aceitantes, a SRE não concordou com os argumentos da Tempo Capital. O preço da Oferta seria único e os bens integralizados pela PT teriam passado pelo processo regular até chegarem à equivalência monetária aprovada em assembleia.

11. Quanto ao direito de preferência dos acionistas da Oi, explica a SRE:

§1o Preliminarmente ao indeferimento, a CVM enviará ofício à instituição líder, com cópia para o ofertante, concedendo-lhe a oportunidade de suprir os vícios sanáveis, se houver, no prazo de 10 (dez) dias úteis do recebimento do ofício ou no restante do prazo que faltar para o término do prazo de análise, o que for maior."

¹⁶ "Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações."

¹⁷ Processo CVM nº RJ2013/10913 (Reunião do Colegiado de 25.3.2014).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“Ademais, apesar de excluído o direito de preferência nos termos do art. 172 da LSA, foi concedida, no âmbito da Oferta, prioridade aos atuais acionistas da Companhia, no montante total da Oferta, faculdade prevista no art. 21 da Instrução CVM 400, e que, desta forma, preservou, em essência, o direito de preferência desses acionistas.”.

12. A SRE entendeu ainda que, como a utilização do processo de *bookbuilding* é adequada para evidenciar o cumprimento do art. 170, §1º da Lei nº 6.404, de 1976, não haveria que se falar em ausência de justificativa do critério adotado para cálculo do preço de emissão das ações de que trata o §7º do mesmo artigo.

13. Com relação às supostas incorreções e ausência de esclarecimentos no Prospecto da Oferta, a SRE esclareceu que tais questões foram abordadas em diversas exigências¹⁸ feitas durante a análise da documentação inicial apresentada pela Oi. A esse respeito, todas as exigências foram atendidas e estão refletidas nas versões do Prospecto Preliminar¹⁹ e Definitivo da Oferta²⁰, e as informações são suficientes para a adequada tomada de decisão pelos investidores.

14. Por fim, a SRE decidiu pelo arquivamento do processo, uma vez que não acatou as alegações da Tempo Capital.

III. DO RECURSO CONTRA DECISÃO DA SRE

15. Em 22.5.2014, a Tempo Capital recorreu da decisão da SRE e solicitou, que se mantida a decisão, seu pedido fosse recepcionado como recurso ao Colegiado, nos termos da Deliberação CVM nº 463, de 2003 (fls. 01/17).

16. Em seu recurso, a Tempo Capital busca demonstrar a procedência das suas alegações de diluição injustificada dos antigos acionistas e realização da Oferta em condições não equitativas aos seus destinatários e aceitantes. Para isso, além de reafirmar argumentos já apontados em sua reclamação, apresenta outros que estão a seguir resumidos:

- a) Dever-se-ia considerar que a PT é sociedade integrante do grupo de controle da Oi e, portanto, a operação de incorporação de parte do seu patrimônio pela

¹⁸ Ofício/CVM/SRE/SEP/Nº06, de 2014.

¹⁹ Datado de 22.04.14

²⁰ Datado de 28.04.14



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Companhia (sociedade controlada) estaria submetida ao regime especial previsto no art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976²¹. Seguindo tal premissa, a avaliação da sociedade controlada e da sociedade controladora deveria ser feita na mesma data e pelo mesmo critério, sendo esta uma condição para a realização da incorporação;

- b) O regime especial se aplicaria, pois a operação proposta, ainda que travestida formalmente de um mero aumento de capital, seria, na verdade, uma incorporação de parcela cindida do patrimônio de sociedade controladora em sociedade controlada, remetendo a Oferta aos ditames do artigo 264 da Lei nº 6.404, de 1976;
- c) Este teria sido um dos motivos para que dois membros do conselho fiscal da Oi votassem pela não aprovação de diversos aspectos da Oferta, em reunião realizada no dia 28.4.2014²²;
- d) O argumento da SRE de que seria possível a avaliação de bens por um critério, e o estabelecimento do preço de emissão por outro, não encontraria respaldo e seria contrário ao regime especial do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976;
- e) A SRE também se equivocou ao afirmar que o Colegiado já teria se manifestado e anuído com a estrutura de dupla avaliação utilizada pela Oi na Oferta, pois o

²¹ “Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas”.

²² Transcrição de trecho da manifestação de um dos conselheiros conforme apresentado pela Tempo Capital: “Finalmente, cumpre observar que, dentre as principais distorções verificadas pelas irregularidades indicadas acima consiste na “diluição injustificada” dos atuais acionistas da Companhia, situação esta que, conforme acima referido, é ilegal. Afinal, verifica-se no material disponível pelo sistema IPE da Companhia, que o Laudo de Avaliação, elaborado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. avaliou os Ativos PT pelo critério econômico-financeiro. Por outro lado, as ações da Companhia serão precificadas com base em critério outro, qual seja, aquele obtido por processo de bookbuilding. Esta dupla forma de avaliação, vedada pelo artigo 264, caput, da Lei das S.A. pode vir a acarretar na atribuição de mais ações pelos Ativos PT do que ocorreria, caso se adotasse critério comutativo. Trata-se de potencial violação, pela Oferta, do disposto no § 1º, do artigo 170, da Lei das S.A., o que impede que este Conselho Fiscal se manifeste favoravelmente sobre a mesma.”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que se decidiu, em 25.3.2014, foi que este assunto não estava sendo apreciado pela SEP e pelo próprio Colegiado²³;

- f) Reitera que ao possibilitar que apenas sociedade integrante do bloco de controle participe da Oferta com bens avaliados por critério distinto, enquanto os outros deveriam, obrigatoriamente, conferir dinheiro, a Oferta violou o art. 21, da Instrução CVM nº 400, de 2003, porque, além de poder aportar bens, a PT teve sua contribuição avaliada pelo critério econômico financeiro, enquanto todos os outros participantes da Oferta tiveram seu aporte avaliado pelo valor patrimonial, provocando distorções no processo de Oferta;
- g) A posição da SRE estaria baseada na *Legal Opinion*²⁴, elaborado por escritório de advocacia que assessorava a Oi no Brasil, que fundamentava o tratamento diferenciado dado na Oferta, o que claramente não poderia ser aceito uma vez que tal entendimento defendia apenas os interesses da Oi (fls. 29/52);
- h) O objeto da referida *Legal Opinion* era a possibilidade de uma oferta pública ter por objeto dinheiro e bens. Entretanto, o cerne da questão é o fato de a Oferta não conferir tratamento equitativo aos seus destinatários, na medida em que a apenas um deles é permitido aporte em bens que, por sua vez, seriam avaliados por critério diverso dos demais aportes;
- i) Pode, naturalmente, uma companhia fazer uma oferta pública em que a integralização se dê tanto em bens como em dinheiro, o que não pode é uma oferta pública permitir que apenas um dos seus destinatários contribua em bens, quando há a possibilidade dos mesmos bens virem a ser ofertados por mais de um destinatário. Vale dizer: “[...] *pode a oferta pública especificar quais bens podem ser integralizados por dizerem respeito ao interesse social da*

²³ Trecho da ata da Reunião do Colegiado de 25.03.14: “[...] b. Com relação aos diferentes critérios para avaliação dos ativos, a SEP entende não ser o caso de emitir sua opinião sobre a decisão de interromper ou não o curso de antecedência da AGE, dado que o assunto encontra-se sob análise da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE no âmbito do processo de registro de oferta pública de distribuição de ações de emissão da Oi; [...] Com relação à alegação de diluição injustificada em razão de diferentes critérios para a avaliação das ações da Oi e dos Ativos PT, o Colegiado entendeu não ser o caso de se emitir opinião, na estreita sede do pedido de interrupção, sobre a matéria, dada a complexidade do assunto e o fato de este estar atualmente em análise na Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), na âmbito do processo de registro de oferta pública de distribuição de ações de emissão da Oi.”

²⁴ Cita Despacho de fls. 1409 a 1414 do Processo CVM nº RJ2014/2292.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Companhia, mas não pode a Companhia restringir, de antemão, quem pode fazer o aporte deste bem.”;

- j) Caso a Oi tivesse interesse em integralizar todo o conjunto dos ativos da PT, a forma de aumento de capital com subscrição pública de ações mostrar-se-ia equivocada para atingir tal objetivo. Nesse caso, a forma correta seria um procedimento específico de incorporação deste patrimônio, com todos os benefícios e ônus advindos do modelo escolhido;
- k) Considerando a forma de aumento de capital e a natureza fungível e disponível dos bens de titularidade da PT, seria pouco crível que nenhum desses bens pudesse ter um equivalente de titularidade de outro dos destinatários da Oferta e que também atendesse aos interesses da Oi;
- l) Caso fosse de interesse da PT *“integralizar tudo ou nada, seria uma situação pouco plausível, vez que os ativos não integralizados poderiam ser facilmente alienados para terceiros. Mas mesmo que este não fosse o caso, não pode o órgão regulador brasileiro criar atalhos para acomodar caprichos e ‘interesses particulares’, em prejuízo às regras gerais do mercado acionário brasileiro.”;*
- m) Entende que a avaliação feita previamente à Oferta é meramente informativa, devendo a real avaliação se dar após o processo de subscrição pública e com a possibilidade de participação de todos os subscritores, a teor do exposto no art. 86 c/c art. 8 c/c art. 170, §6º, todos da Lei nº 6.404, de 1976²⁵. Esta exigência se daria pelo simples fato de que o quórum de deliberação deve ser aquele integrado pelos subscritores que participaram da oferta pública. A própria *Legal Opinion* concordaria que, em tendo a lei estabelecido um momento para a aprovação do laudo de avaliação, não poderia a CVM estabelecer outro momento; e

²⁵ “Art. 86. Encerrada a subscrição e havendo sido subscrito todo o capital social, os fundadores convocarão a assembléia-geral que deverá:

I - promover a avaliação dos bens, se for o caso (artigo 8º);

II - deliberar sobre a constituição da companhia”.

“Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembléia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.”.

“§ 6º Ao aumento de capital aplica-se, no que couber, o disposto sobre a constituição da companhia, exceto na parte final do § 2º do artigo 82.”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- n) Reafirma seus argumentos de tratamento não equitativo, tentando demonstrar que a diferença de critérios para avaliação dos bens da PT e para cálculo do valor de emissão das ações atribuiria uma espécie de ágio exclusivamente à contribuição da PT.

IV. DA MANIFESTAÇÃO DA SEP E DAS CONCLUSÕES DA SRE

17. Em 04.6.2014, a SRE informou a SEP²⁶ sobre o recurso interposto pela Tempo Capital e requereu sua manifestação sobre os novos argumentos, a seguir resumidos (fls. 25/26):

- a) Aplicabilidade do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, à Oferta no que se refere aos critérios utilizados para precificação das ações e para avaliação dos ativos a serem integralizados pela PT; e
- b) O momento para a instalação da assembleia geral que deve deliberar acerca da aprovação do laudo de avaliação dos ativos a serem contribuídos pela PT.

18. Em resposta à primeira questão suscitada, a SEP²⁷ afirmou que o assunto já havia sido enfrentado durante a análise das operações societárias que resultaram na união das atividades entre a PT e a Oi, divulgadas por meio de Fato Relevante de 02.10.2013, mas ainda assim opinou na forma a seguir explicitada (fls.56/58).

19. O art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, não se aplica ao caso concreto, pois, ao contrário do que afirma a Tempo Capital, não se está diante de uma incorporação de sociedade controladora por controlada, mas de um aumento de capital. Nas palavras da SEP:

“Em princípio, não se poderia ultrapassar a forma jurídica da estrutura adotada para determinada operação societária, salvo se o único ou principal motivo para a sua adoção fosse obter vantagem indevida ou causar dano à companhia ou a outros acionistas.”.

20. Mesmo considerando, por hipótese, que a operação, em essência, é uma incorporação de parcela cindida da PT, o objetivo buscado pela Tempo Capital não seria alcançado. Isto porque o art. 264 não exige que, para o cálculo da relação de troca proposta

²⁶ MEMO/CVM/SRE/GER-2/nº15, de 2014.

²⁷ MEMO/CVM/SEP/GEA-4/nº30, de 2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

à operação societária, as ações das sociedades envolvidas tenham sido avaliadas pelo mesmo critério. O que art. 264 determina é que seja elaborado um laudo de avaliação com uma relação de troca “comparativa”, para verificar a equidade da relação de troca proposta, e é esta relação “comparativa” que deveria ser calculada utilizando “os mesmos critérios e na mesma data” para as ações das sociedades envolvidas.

21. Relativamente à indagação sobre o “*momento para a instalação da assembleia geral que deve deliberar acerca da aprovação do laudo de avaliação dos ativos a serem contribuídos por Portugal Telecom*”, a SEP²⁸ esclareceu que o cerne da questão não está apenas no momento em que a AGE é realizada para avaliação dos bens contribuídos em aumento de capital, mas também sobre quem participa dessa assembleia (fls. 59/63).

22. No entender da SEP, não faz sentido que a avaliação dos bens utilizados para subscrição do aumento de capital fosse deliberada apenas pelos subscritores do aumento e depois de encerrada a subscrição. Uma interpretação nesse sentido retiraria dos acionistas da companhia (pelo menos daqueles que não puderam ou não quiseram participar do aumento de capital) a decisão sobre a avaliação dos bens que integrarão o capital social da companhia.

23. Na constituição da companhia, a lei societária prevê o momento da ocorrência da assembleia de avaliação de bens (quando encerrada a subscrição), como se extrai dos artigos 86 e 88²⁹, sendo natural que os fundadores e subscritores iniciais tomem essa decisão, uma vez que a companhia ainda não existe e os acionistas devem estar de acordo sobre os termos de sua constituição.

24. Porém, quando se trata de um aumento de capital, a lei é silente, mas seriam os atuais acionistas os responsáveis por deliberar se os bens contribuem para a consecução do objeto social da companhia e, portanto, sobre a avaliação dos mesmos. Uma vez que a decisão tenha sido negativa, porque os bens não seriam úteis à companhia ou em função de

²⁸ MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº32, de 2014.

²⁹ “Art. 86. Encerrada a subscrição e havendo sido subscrito todo o capital social, os fundadores convocarão a assembléia-geral que deverá:

I - promover a avaliação dos bens, se for o caso (artigo 8º);

II - deliberar sobre a constituição da companhia.”

“Art. 88. A constituição da companhia por subscrição particular do capital pode fazer-se por deliberação dos subscritores em assembléia-geral ou por escritura pública, considerando-se fundadores todos os subscritores”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

discordância sobre sua avaliação, não haveria aumento de capital, ao menos na parte relativa aos bens que seriam contribuídos.

25. Seguindo este entendimento, os subscritores das novas ações não poderiam tomar tal decisão, pois não estariam legitimados, pois antes da homologação do aumento eles sequer seriam acionistas da companhia.

26. Ainda no entender da SEP, num aumento de capital por subscrição privada, por serem os atuais acionistas detentores de direito de preferência, tal questão poderia até ser mitigada, uma vez que eles poderiam ser majoritariamente os subscritores das novas ações. Entretanto, em um aumento por subscrição pública, pode não haver direito de preferência, e seria razoável supor que, em regra, parte considerável dos subscritores não seria composta de acionistas da companhia, não podendo estes deliberar sobre os bens a serem contribuídos.

27. Por estes motivos, a SEP entende que a assembleia que deliberará sobre a avaliação dos bens deveria ser composta apenas de acionistas originais, sem a participação dos futuros subscritores do aumento. No aumento de capital, a assembleia descrita no art. 8º da Lei nº 6.404, de 1976, deveria ser entendida como assembleia geral de acionistas, e não “assembleia geral de subscritores”.

28. A importância desta questão se mostra evidenciada, tendo em vista o porte relevante do aumento de capital da Oi ocorrido no âmbito da Oferta, que elevou o número de ações emitidas pela Companhia de 1,8 bilhão para 8,6 bilhões. Assim, os subscritores das novas ações no aumento de capital teriam uma preponderância em relação aos antigos acionistas numa eventual votação ocorrida após a Oferta, o que, no entender da SEP, não seria legítimo.

29. Ainda de acordo com a SEP, a possibilidade de homologação parcial do aumento de capital por subscrição pública, prevista nos arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003³⁰, traria também um problema prático para o entendimento da Tempo Capital. Segundo a área técnica:

³⁰ “Art. 30. O ato societário que deliberar sobre a oferta pública deverá dispor sobre o tratamento a ser dado no caso de não haver a distribuição total dos valores mobiliários previstos para a oferta pública ou a captação do montante total previsto para a oferta pública, tendo como referência a deliberação que fixar a quantidade final de valores mobiliários a serem ofertados ou o montante final a ser captado com a oferta pública, especificando, se for o caso, a quantidade mínima de valores mobiliários ou o montante mínimo de recursos para os quais será mantida a oferta pública.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“Naturalmente, a avaliação dos bens deve ser apreciada antes da homologação do aumento de capital. O número de ações emitidas ao detentor dos bens contribuídos depende da avaliação acordada. Assim, em nosso entender, não faria sentido permitir que subscritores deliberassem sobre tal assunto existindo a possibilidade de, no momento da homologação, estes investidores deixarem de participar do aumento de capital.”.

30. Por fim, a SEP ressalta que não vê nenhum prejuízo aos subscritores de uma oferta pública que já tenha o valor de eventuais bens a serem contribuídos pré-definidos. Esta informação será pública e disponível a todos quando da decisão de participar ou não da oferta.

31. A SEP concluiu, portanto, que o art. 8 da Lei nº 6.404, de 1976³¹, deve ser interpretado, no que couber, aos aumentos de capital, devendo apenas os atuais acionistas participar da assembleia prevista nesse dispositivo legal, para deliberar sobre a avaliação dos bens a serem contribuídos em um aumento de capital.

32. Em 05.6.2014, a SRE enviou ofício³² à Tempo Capital informando a manutenção do seu entendimento e comunicando o recebimento do expediente como recurso ao Colegiado, nos termos da Deliberação CVM nº 463, de 2003 (fls. 20).

33. Após ter sido sorteado Relator do processo, a SRE³³ me comunicou que fatos supervenientes à apreciação do recurso da Tempo Capital poderiam modificar sua opinião sobre o pedido formulado, razão pela qual remeti os autos àquela Superintendência para nova apreciação (fls. 207/208).

“Art. 31. Havendo a possibilidade de distribuição parcial, o investidor poderá, no ato de aceitação, condicionar sua adesão a que haja distribuição:

I - da totalidade dos valores mobiliários ofertados; ou

II - de uma proporção ou quantidade mínima dos valores mobiliários originalmente objeto da oferta, definida conforme critério do próprio investidor, mas que não poderá ser inferior ao mínimo previsto pelo ofertante.”

³¹ “Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembléia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença desubscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.”.

³² OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº123/2014.

³³ Memo/CVM/SRE/GER-2/27/2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

34. Na sua nova manifestação, a SRE³⁴, após discorrer sobre os fatos supervenientes, ratifica seu entendimento de que:

- a) Não há que se falar em diluição injustificada dos acionistas minoritários da Oi, em decorrência da oferta, nem de violação ao art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, uma vez que: (i) o preço de emissão das ações foi fixado em procedimento de coleta de intenções de investimento junto a investidores institucionais (*bookbuilding*), procedimento reconhecido e aceito pela CVM para essa finalidade; e (ii) o art. 264 da citada Lei não se aplica à operação em tela por ser um aumento de capital.
- b) Não se verificou na Oferta condições que não assegurassem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes, uma vez que: (i) não há, na legislação vigente, qualquer óbice à realização de uma oferta pública com integralização de ações simultaneamente a de dinheiro e bens; e (ii) a Instrução CVM nº 400, de 2003 permite a realização de operações que estipulem condições diversas a diferentes destinatários, desde que fixadas em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, como ocorreu neste caso, o que possibilitou a PT integralizar as ações subscritas de emissão da Oi em bens.

35. Especificamente quanto ao momento da realização da AGE que aprovou o Laudo de Avaliação e da base acionária votante, a SRE ressaltou que o fato de a deliberação ter sido realizada anteriormente ao aumento de capital não configura ilegalidade, na medida em que os antigos acionistas é que devem deliberar sobre a matéria.

36. Em relação aos fatos supervenientes à oferta, isto é, às aplicações em Rio Forte ocorridas durante o período da Oferta e que efetivamente modificaram as suas condições de forma relevante, a SRE salientou que, como o seu conhecimento se deu após o encerramento da Oferta, não foi possível cogitar das hipóteses de suspensão ou cancelamento do registro previstas nos arts. 19 e 20 da Instrução CVM nº 400, de 2003, ou mesmo de revogação ou modificação, previstas nos arts. 25 e 27 da mencionada Instrução, como decidiu o Colegiado na Reunião de 04.3.2015³⁵.

É o Relatório.

³⁴ Memo nº 14/2015-CVM/SRE/GER-2, de 24.06.15.

³⁵ Processo CVM nº RJ2014/11297: *“No caso concreto, como o processo de distribuição já foi terminado, e a Oferta encerrada, os negócios jurídicos deles decorrentes estão sujeitos ao regime geral de invalidade previsto no Código Civil, que compete à autoridade jurisdicional apreciar.”*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

1. Como exposto no relatório a este voto, a Recorrente insurge-se contra decisão da SRE, que determinou o arquivamento da reclamação por ela interposta sobre supostas irregularidades na oferta pública de distribuição primária de ações de emissão da Oi, consistentes (i) na diluição injustificada dos acionistas minoritários, em violação ao art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e (ii) na realização em condições que não asseguriariam tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes da Oferta, em violação ao art. 21 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

2. Preliminarmente, destaco que os fatos supervenientes³⁶ que, a princípio, poderiam alterar as conclusões contidas na decisão recorrida, foram analisados e afastados pela SRE³⁷, que manteve integralmente o seu entendimento. Dito isso, passo adiante ao mérito do recurso.

3. De início, é importante reforçar que a Lei nº 6.404, de 1976, não veda a diluição dos antigos acionistas da companhia. O que ela veda, na realidade, é a ocorrência de diluições injustificadas.

4. No caso concreto, não restam dúvidas de que o aumento de capital da Oi acarretaria na diluição da participação detida pelos seus antigos acionistas, considerando o significativo número de ações a ser emitido (6,8 bilhões), correspondente a 4,8 vezes o número de ações então existente (1,8 bilhão). Aliás, tal informação constou explicitamente do Prospecto Definitivo da Oferta³⁸, em seção específica, intitulada “Diluição”, incluindo quadro ilustrativo da diluição por ação ordinária e ação preferencial decorrente da emissão das ações objeto da Oferta, com base no patrimônio líquido da Companhia em 31.12.2013. Em termos percentuais, a diluição informada seria de 55,3%.

³⁶ Operações de tesouraria realizadas pela PT com papéis comerciais de emissão da Rio Forte Investments S.A., trazidos à público somente em 30.6.2014.

³⁷ Memorando nº 14/2015-CVM/SER/GER-2, de 24.6.2015.

³⁸ Disponível no site da CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Deste modo, o que se discute no presente caso é se tal diluição teria sido injustificada, em afronta aos ditames do art. 170, §1º da Lei 6.404, de 1976³⁹.

6. Em linhas gerais, a Recorrente alega que a diluição injustificada decorreria da adoção de um duplo critério de definição do preço de emissão das ações no âmbito da Oferta: um para o cálculo do valor de emissão das ações e outro para a definição do valor dos ativos da PT a serem integralizados no capital social. A seu ver, o primeiro critério subprecificaria a ação em relação ao valor patrimonial da Oi, enquanto que o segundo superprecificaria os bens da PT.

7. A Recorrente defende que a Oferta não conteria condições que assegurassem tratamento equitativo aos seus destinatários e aceitantes, pois enquanto os que participam da Oferta com dinheiro (que seriam todos, exceto a PT) teriam suas contribuições avaliadas pelo seu valor patrimonial, a PT, que participaria com bens, teria sua contribuição avaliada pelo critério econômico-financeiro, que tem o valor econômico calculado pelas metodologias de fluxo de caixa descontado e da avaliação por múltiplos de mercado.

8. Ademais, a Recorrente argumenta que a escolha do critério determinante deveria ser objeto de justificativa pormenorizada, o que não teria sido feito no caso concreto, contrariando o disposto no §7º do art. 170 da Lei nº 6.404, de 1976⁴⁰.

9. Discordo da Recorrente. Como bem destacado tanto pela SRE como pela SEP em suas respectivas manifestações, não há que se falar em dois preços de emissão de ações no âmbito da Oferta. O Preço de emissão das novas ações da Oi no aumento de capital, que se deu por meio de subscrição pública, era único e foi determinado em processo de *bookbuilding*, consistente na coleta de intenções de investimento junto a terceiros independentes e expressamente considerado válido pela CVM, nos termos do art.23, §1º e do art. 44 da Instrução CVM nº 400, de 2003, que assim dispõem:

“Art. 23. O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e

³⁹ Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações. § 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do patrimônio líquido da ação; III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

⁴⁰ “§ 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do §1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

§1º O ofertante poderá estabelecer que o preço e, tratando-se de valores mobiliários representativos de dívida, também a taxa de juros, sejam determinados no dia da apuração do resultado da coleta de intenções de investimento, desde que sejam indicados os critérios objetivos que presidem à sua fixação no Prospecto Preliminar e no aviso a que se refere o art. 53.

[...]

Art. 44. É permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM. Parágrafo único. A intenção de realizar coleta de intenções de investimento deverá ser comunicada à CVM juntamente com o pedido de registro de distribuição realizado nos termos do art. 7º.”.

10. Também corroboro o entendimento da área técnica de que não haveria que se falar em ausência de justificativa do critério adotado para cálculo do preço de emissão das ações de que trata o §7º do art. 170 da Lei nº 6.404, de 1976, considerando que, como visto, a utilização do processo de *bookbuilding* é adequada para evidenciar o cumprimento do disposto no §1º do mesmo artigo.

11. Por sua vez, contrariamente às alegações da Recorrente, o processo de precificação das ações que seriam emitidas no âmbito da Oferta não se confunde com o processo de avaliação dos ativos da PT que seriam integralizados no aumento de capital.

12. De início, cumpre esclarecer que a concessão à PT da possibilidade de integralização do capital social em bens não caracteriza, a meu ver, a concessão de tratamento privilegiado frente aos demais destinatários da Oferta, cuja integralização dar-se-ia em espécie. Como destacado pela SRE, a própria Instrução CVM nº 400, de 2003, admite o estabelecimento de condições diversas a diferentes destinatários da Oferta, desde que fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante (art. 23).

13. No caso concreto, tal condição e sua correspondente justificativa foram objetivamente estabelecidas ao longo de todo o Prospecto da Oferta, como se verifica, entre outras, das seções intituladas “Sumário da Companhia” e “Informações sobre a Oferta Global”, incluindo a informação de que tal integralização em ativos da PT estaria condicionada à aprovação, pela Assembleia Geral Extraordinária de acionistas da Oi, do laudo de avaliação e do valor atribuído a esses ativos para fins da integralização pela PT.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

14. Nos termos do §3º do art. 170 da Lei nº 6.404, de 1976⁴¹, que expressamente recepciona a possibilidade da integralização do aumento de capital em bens, a avaliação desses bens é regida pelo art. 8º da mesma Lei e, segundo apurado, o rito ali estabelecido fora devidamente observado no caso concreto. A avaliação dos ativos da PT foi efetuada por empresa especializada (Banco Santander S.A.) e o respectivo laudo foi submetido à deliberação dos acionistas da Oi reunidos em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 27.03.2014.

15. Segundo se infere da ata da citada AGE⁴², por maioria de votos, correspondentes a 88,97% dos votos, foi ratificada a contratação do Banco Santander, bem como aprovados o laudo de avaliação dos ativos da PT e a proposta de valor desses ativos para fins de sua contribuição em integralização de ações a serem emitidas pela Oi no aumento de capital. Nos termos da Lei nº 6.404, de 1976, o conclave contou com a presença dos representantes do avaliador, para fins da prestação de eventuais esclarecimentos e informações, e com a abstenção da Bratel Brasil S.A., controlada da PT, na votação das matérias referentes ao laudo de avaliação, em linha com a decisão proferida pelo Colegiado da CVM em 25.03.2014⁴³.

16. Aliás, na referida reunião do Colegiado da CVM, a Diretora Ana Novaes, em sua manifestação de voto, concluiu que o aumento de capital, que ocorreria como parte da reorganização societária, diluiria todos os acionistas da Oi indistintamente e, portanto, não haveria que se falar em benefício particular. Mais que isso, a Diretora expressamente diferenciou a hipótese de uma diluição dos acionistas de que trata o art. 170, §1º da Lei nº 6.404, de 1976, daquela advinda de um vício na avaliação dos bens a serem integralizados ao capital social, em infração ao art. 8º da mesma Lei, conforme o item 54 do voto e respectiva nota de rodapé:

⁴¹ “§ 3º A subscrição de ações para realização em bens será sempre procedida com observância do disposto no artigo 8º, e a ela se aplicará o disposto nos §§ 2º e 3º do artigo 98.”.

⁴² Disponível no site da CVM.

⁴³ O Colegiado decidiu pela possibilidade de voto dos acionistas controladores da Oi, exceto a PT e sociedades a ela ligadas, na AGE convocada pela Companhia para o dia 27.03.2014, por entenderem que, no caso concreto, não havia elementos suficientes para caracterizar uma situação de benefício particular que impeça o voto do acionista consoante o disposto no art. 115, § 1º da Lei nº 6.404, de 1976 (Processo Administrativo CVM nº RJ2013/10913 — Recursos interpostos por Tempo Capital Principal Fundo de Investimentos de Ações e Oi contra o entendimento da SEP a respeito da consulta apresentada pela Tempo Capital sobre determinados aspectos das operações societárias que resultariam na união das atividades entre a Oi e a PT).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“54. Aliás, no caso em tela, se há algum prejuízo claro para a companhia (receber ativos sobrevalorizados) ou para os investidores (diluição injustificada), este seria decorrente do valor dos ativos a serem aportados pela Portugal Telecom no capital da Oi. Seria necessário apontar erro no Laudo de Avaliação que teria acarretado uma valorização dos ativos acima de seus valores reais de recuperação. Por óbvio, caso ficasse comprovado que os acionistas controladores estavam cientes de erros eventualmente existentes ou de premissas sabidamente falsas utilizadas ou manifestamente equivocadas na preparação do Laudo, caberia a sua responsabilização por abuso de poder tanto administrativa quanto no âmbito civil nos termos do art. 115 da Lei 6.404/1976.”.

Nota: “O termo diluição injustificada é empregado aqui em sua acepção mais ampla e não no sentido que lhe dá o §1º do art. 170 da Lei 6.404. No caso em tela, o aporte de bem a um preço superavaliado caracterizaria infração ao art. 8º da Lei, mas não diluição injustificada na forma do art. 170, §1º, dado que o referido comando trata exclusivamente do preço de emissão de ações. Sobre esse ponto, reporto-me aos parágrafos 45 e seguintes do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº020/14, emitido no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-3059, instaurado para analisar o Pedido de Interrupção do Curso do Prazo de Antecedência de Convocação de AGE da Oi, apreciado nessa mesma data.”.

17. Especificamente quanto ao direito de preferência dos antigos acionistas no aumento de capital da companhia, também invocado como instrumento de proteção contra a diluição de suas participações, é importante salientar que a própria Lei nº 6.404, de 1976, em seu art.172⁴⁴, expressamente estabelece, como hipótese de exclusão desse direito, o aumento de capital por subscrição pública, como o verificado no caso concreto. Nesse tocante, a doutrina é clara e objetiva, como bem pontua Mauro Rodrigues Penteadó⁴⁵:

“A regra geral sobre a exclusão do direito de preferência vem estatuída no art.172 e incisos da Lei nº6404, alcançando tanto a emissão de ações, quanto a de debêntures ou partes beneficiárias conversíveis, e bônus de subscrição, nas seguintes condições: a) existência de previsão estatutária a respeito; b) que a companhia seja aberta e adote o regime de capital autorizado; c) que a colocação seja feita mediante venda em bolsa de

⁴⁴ Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263. Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.

⁴⁵ Penteadó, Mauro Rodrigues. “Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas”, Editora Saraiva, Rio de Janeiro, 1998, p.205/206.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

valores, subscrição pública ou permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 a 263.

Na Exposição Justificativa da vigente lei acionária encontra-se a fundamentação da orientação do legislador: ‘a exclusão somente é admitida em companhias abertas, nas quais o direito de preferência, além de por vezes dificultar a organização da distribuição de emissão no mercado, não tem importância como instrumento de proteção dos acionistas contra modificação da sua porcentagem no capital social, porque qualquer um pode adquirir ações do mercado’.

18. Não obstante tal previsão legal, o direito de preferência dos antigos acionistas fora preservado no caso em comento, conforme destacado pela SRE: *“Ademais, apesar de excluído o direito de preferência nos termos do art. 172 da LSA, foi concedida, no âmbito da Oferta, prioridade aos atuais acionistas da Companhia, no montante total da Oferta, faculdade prevista no art. 21 da Instrução CVM 400, e que, desta forma, preservou, em essência, o direito de preferência desses acionistas”*.

19. Afasto, ainda, a aplicabilidade do art. 264 da Lei nº 6404, de 1976, invocado pela Recorrente apenas na fase recursal, já que não fora objeto de sua reclamação original. Corroboro o entendimento da SEP de que a operação em discussão se trata de um aumento de capital e não de uma incorporação de sociedade controladora por controlada. De fato, não cabe aqui qualquer tentativa de atribuir à operação uma nomenclatura e regulação diferente daquela realizada pela Companhia, notadamente quando não há indícios de burla aos comandos legais e normativos aplicáveis. Além disso, como bem observado pela SEP (fls. 57/58):

“(...) Caso a operação em questão pudesse ser considerada, em essência, uma incorporação, pela Oi, de parcela cindida da Portugal Telecom, sendo aplicável o art. 264 da LSA (que mencionamos apenas para fins de argumentação), o objetivo buscado pela Recorrente não seria alcançado.

Isto porque, ao contrário do que afirma a Recorrente, o art. 264 da LSA não exige que, para o cálculo da relação de troca proposta à operação societária, as ações das sociedades envolvidas tenham sido avaliadas pelo mesmo critério. O que art. 264 determina é que seja elaborado um laudo de avaliação com uma relação de troca ‘comparativa’, para verificar a equidade da relação de troca proposta para a operação.

É esta relação de troca ‘comparativa’, e não a relação de troca proposta à operação, que deve ser calculada utilizando ‘os mesmos critérios e na mesma data’ para as ações das sociedades envolvidas.’.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

20. Também em fase recursal, a Recorrente alegou que a avaliação feita previamente à Oferta seria meramente informativa, devendo a real avaliação se dar após o processo de subscrição pública e com a possibilidade de participação de todos os subscritores, a teor do exposto no art. 86 c/c art. 8 c/c art. 170, §6º, todos da Lei nº 6.404, de 1976⁴⁶.

37. Novamente anuo com o entendimento da SEP de que não faz sentido que a avaliação dos bens utilizados para subscrição do aumento de capital seja deliberada apenas pelos subscritores do aumento e depois de encerrada a subscrição. A meu ver, o §6º do art. 170 da Lei nº 6.404, de 1976, é cristalino ao estabelecer que se aplique ao aumento de capital o disposto sobre a constituição da companhia, somente naquilo que lhe for cabível. Nesse sentido, a interpretação dada pela Recorrente, notadamente pela aplicação à Oferta do procedimento disposto no art. 86 da Lei, carece de qualquer fundamento ou razoabilidade. Mais que isso, como pontuou a SEP, o acolhimento dessa interpretação retiraria dos acionistas da companhia que não acompanharem o aumento de capital a decisão sobre a avaliação dos bens que integrarão o capital social da companhia.

21. Por tudo o que foi exposto, voto pela manutenção da decisão da SRE e, portanto, pelo indeferimento do Recurso apresentado pela Tempo Capital.

É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de setembro 2016.

Original assinado por

ROBERTO TADEU ANTUNES FERNANDES
DIRETOR-RELATOR

⁴⁶ “Art. 86. Encerrada a subscrição e havendo sido subscrito todo o capital social, os fundadores convocarão a assembléia-geral que deverá:

I - promover a avaliação dos bens, se for o caso (artigo 8º);

II - deliberar sobre a constituição da companhia”.

“Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembléia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.”.

“§ 6º Ao aumento de capital aplica-se, no que couber, o disposto sobre a constituição da companhia, exceto na parte final do § 2º do artigo 82.”.