

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2013/10913

Reg. Col. nº 9012/2014

Interessados: Oi S.A.
Tempo Capital Principal Fundo de Investimento de Ações

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP em consulta sobre aspectos de operações societárias que resultarão na união das atividades da Portugal Telecom SGPS S.A. e da Oi S.A.

Diretora Relatora: Luciana Dias

RELATÓRIO

I. OBJETO.

1. Trata-se de recursos apresentados por Tempo Capital Principal Fundo de Investimento de Ações ("Tempo Capital" ou "Consulente") e por Oi S.A. ("Oi" ou "Companhia") em 23.1.2014 e em 27.1.2014, respectivamente ("Recursos"), ambos em face do entendimento manifestado pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") em resposta a consulta formulada pela Tempo Capital sobre determinados aspectos de operações societárias que resultarão na união das atividades da Portugal Telecom SGPS S.A. ("Portugal Telecom") e da Companhia, conforme divulgado pela Oi em fatos relevantes de 2.10.2013 e 20.2.2014 e em comunicados ao mercado ("Operação").

II. HISTÓRICO.

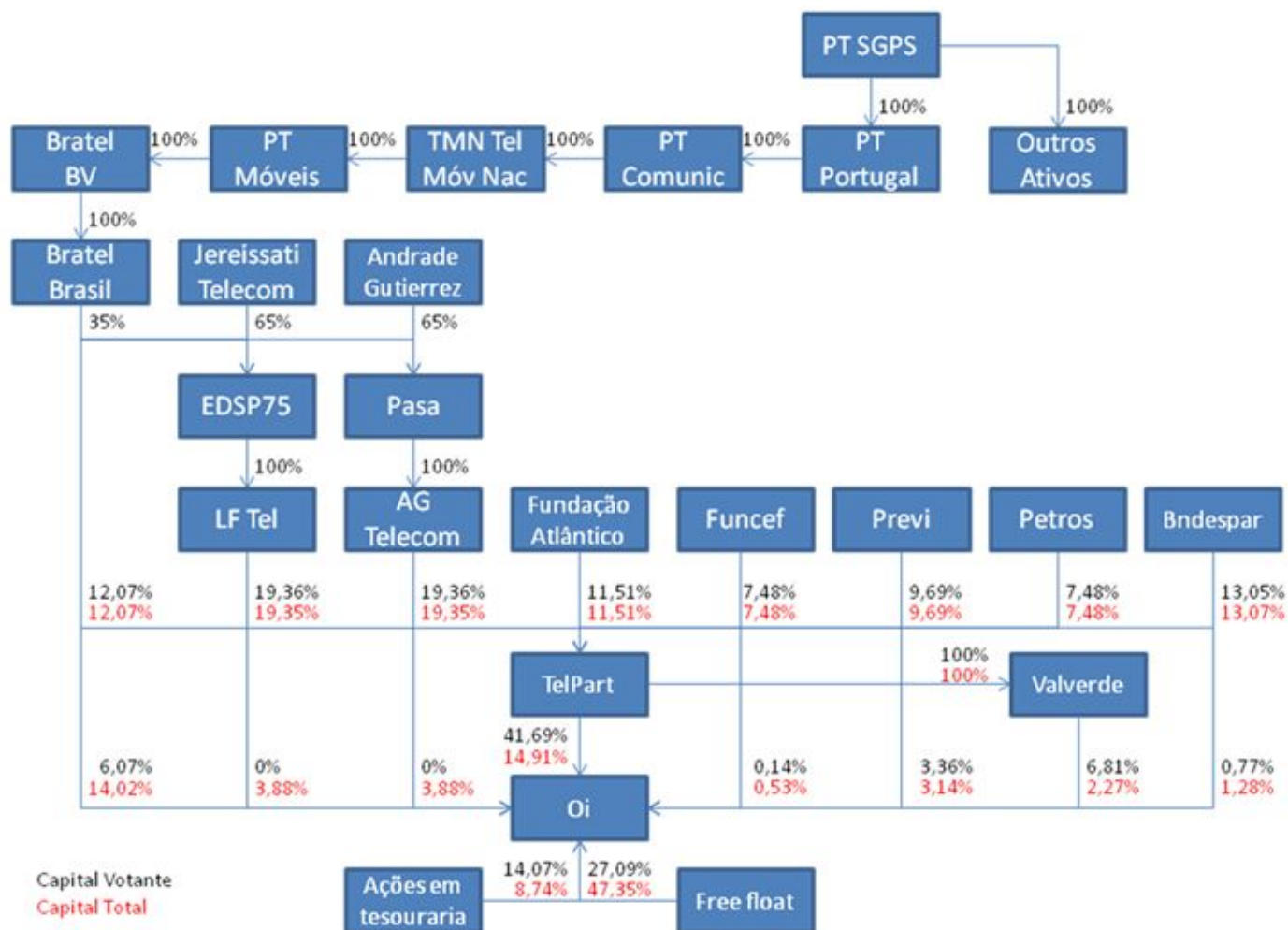
2. Em 10.10.2013, a Tempo Capital submeteu à CVM uma consulta (fls. 1-84), aditada em 12.11.2013 (fls. 103-173), contemplando 6 questões relativas à Operação (cada uma delas, uma "Consulta").

3. As Consultas foram analisadas pela SEP no âmbito do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº090/13, de 27.12.2013 ("Relatório de Análise", às fls. 234-283), com exceção da 5ª Consulta, que foi encaminhada para análise da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE"). O entendimento da SEP sobre as Consultas foi comunicado à Companhia e à Consulente por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº003/14, de 08.1.2014 ("Ofício SEP") (fls. 284-287), ora contestado.

4. As seções que seguem descrevem a Operação, o objeto das Consultas, o entendimento da SEP a seu respeito e, finalmente, as razões recursais, incluindo seção específica sobre os pareceres apresentados pela Companhia e pela Consulente.

III. CONTROLE E COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA.

5. O organograma abaixo ilustra a composição acionária da Companhia[1]:



6. Complementando estes dados, as tabelas a seguir apresentam a composição acionária da Oi[2] e de sua controladora direta, Telemar Participações S.A. ("TelPart")[3], também uma companhia aberta:

Oi S.A.

Acionistas	Ordinárias (OIBR3)	%	Preferenciais (OIBR4)	%	Total	%
Telemar Participações S.A.	-	-	69.701.986	5,82%	69.701.986	3,88%
Telemar Participações S.A.	-	-	69.701.986	5,82%	69.701.986	3,88%
Telemar Participações S.A.	249.734.835	41,69%	18.289.917	1,53%	268.024.752	14,91%
Telemar Participações S.A.	40.814.953	6,81%	-	-	40.814.953	2,27%
Telemar Participações S.A. (Portugal)	36.367.992	6,07%	215.665.688	18,00%	252.033.680	14,02%
Telemar Participações S.A.	187.840.154	31,35%	751.910.563	62,75%	939.750.717	52,30%
Telemar Participações S.A.	84.250.695	14,08%	72.808.066	6,08%	157.058.761	8,74%
Telemar Participações S.A.	599.008.629	100,00%	1.198.077.775	100,00%	1.797.086.404	100,00%

Telemar Participações S.A.

Acionistas	Ordinárias (OIBR3)	%	Preferenciais (OIBR4)	%	Total	%
Telemar Participações S.A.	614.798.542	19,36%	-	-	614.798.542	19,35%
Telemar Participações S.A.	614.798.542	19,36%	-	-	614.798.542	19,35%
Telemar Participações S.A.	414.535.522	13,05%	666.670	100,00%	415.202.192	13,07%
Telemar Participações S.A.	307.877.595	9,69%	-	-	307.877.595	9,69%
Telemar Participações S.A.	365.523.647	11,51%	-	-	365.523.647	11,51%
Telemar Participações S.A.	237.690.236	7,48%	-	-	237.690.236	7,48%
Telemar Participações S.A.	237.690.236	7,48%	-	-	237.690.236	7,48%

.. (Portugal	383.359.675	12,07%	-	-	383.359.675	12,07%
	-	-	-	-	-	-
ria	-	-	-	-	-	-
	3.176.273.995	100,00%	666.670	100,00%	3.176.940.665	100,00%

7. A Oi é controlada diretamente pela TelPart e pela Valverde Participações S.A. ("Valverde"), uma subsidiária integral da TelPart, que, em conjunto, possuem 48,5% das ações ordinárias de sua emissão.

8. A TelPart, por sua vez, tem seu controle compartilhado entre todos os seus acionistas, os quais são partes de um acordo celebrado em 25.4.2008 e aditado em 25.1.2011 para regular seus direitos e obrigações enquanto acionistas dessa sociedade ("Acordo de Acionistas Geral").

9. Dentre outras questões, o Acordo de Acionistas Geral prevê a ocorrência de reuniões prévias dos acionistas da TelPart para tratar de matérias a serem deliberadas em assembleias gerais ou reuniões do conselho de administração da própria TelPart ou de suas controladas relevantes, incluindo a Oi. As decisões tomadas em tais reuniões prévias vinculam os votos de todas as partes ou dos membros do conselho de administração por elas indicados nas assembleias ou reuniões do conselho sob discussão[4].

10. Os quóruns de deliberação em referidas reuniões prévias também são definidos pelo Acordo de Acionistas Geral e correspondem, de acordo com as matérias ali especificadas, a 75%, 77% ou 87,4% das ações vinculadas ao acordo.

11. Ainda no âmbito da TelPart, os acionistas AG Telecom Participações S.A. ("AG Telecom"), LF Tel S.A. ("LF Tel") e Fundação Atlântico de Seguridade Social ("Fundação Atlântico") encontram-se vinculados pela existência de um segundo acordo, celebrado e aditado nas mesmas datas do Acordo de Acionistas Geral e que, dentre outras matérias, regula a realização de reuniões prévias entre estes acionistas, que definirão e vincularão a orientação do voto por eles proferido nas reuniões prévias de que trata o Acordo de Acionistas Geral ("Acordo de Acionistas AG/LF/FASS")[5].

12. Adicionalmente, as sociedades AG Telecom e LF Tel são controladas direta e respectivamente por Pasa Participações S.A. ("Pasa") e por EDSP75 Participações S.A. ("EDSP75"), que, por sua vez, são controladas pela Bratel Brasil S.A. (veículo da Portugal Telecom, "Bratel Brasil") em conjunto com Andrade Gutierrez S.A. ("Andrade Gutierrez") e Jereissati Telecom S.A. ("Jereissati Telecom"), respectivamente.

13. No âmbito da Pasa e da EDSP75 foram celebrados acordos de acionistas em 25.1.2011 que determinam, dentre outros assuntos, a realização de reuniões prévias conjuntas entre os controladores das duas sociedades[6] para determinar o conteúdo do voto a ser proferido pela AG Telecom e pela LF Tel no âmbito das reuniões prévias reguladas pelo Acordo de Acionistas AG/LF/FASS e, conseqüentemente, no âmbito das reuniões prévias reguladas pelo Acordo de Acionistas Geral, bem como o conteúdo do voto a ser proferido pela Bratel Brasil nas reuniões reguladas por este último acordo.

14. Com base nesses arranjos contratuais, ressalta-se a conseqüente atuação conjunta de AG Telecom, LF Tel, Fundação Atlântico e Portugal Telecom na qualidade de acionistas da TelPart. No entanto, por outro lado, considerando a participação detida no capital dessa sociedade e os quóruns de deliberação em reuniões prévias determinados no Acordo de Acionistas Geral, pode ser identificado um rol de matérias cuja aprovação depende também do voto afirmativo dos demais acionistas da TelPart, a saber: BNDES Participações S.A. - BNDESPAR ("Bndespar"), Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI ("Previ"), Fundação Petrobras de Seguridade Social - PETROS ("Petros") e Fundação dos Economistas Federais - FUNCEF ("Funcef").

IV. OPERAÇÃO.

15. Em 2.10.2013, a Oi divulgou fato relevante (fls. 10-19) anunciando que a Companhia, Portugal Telecom, Bratel Brasil, LF Tel, EDSP75, AG Telecom, Pasa e alguns acionistas da Portugal Telecom - quais sejam, Avistar, SGPS, S.A. e Nivalis Holding B.V. - celebraram um memorando de entendimentos ("MOU") "com o objetivo de estabelecer as bases e os princípios que regularão as negociações para uma potencial operação envolvendo a Portugal Telecom, a Oi e alguns de seus acionistas controladores para a formação de uma companhia ('CorpCo'), a qual reunirá os acionistas da Oi, da Portugal Telecom e da Telemar Participações S.A. ('TelPart') e combinará as atividades e negócios desenvolvidos pela Oi no Brasil e pela Portugal Telecom em Portugal e na África, no sentido de consolidar a aliança industrial entre a Oi e a Portugal Telecom, iniciada em 2010 e desenvolvida desde aquela data ('Aliança Industrial'), o que permitirá acelerar o desenvolvimento da Oi no Brasil, alavancar e potencializar a capacidade de inovação da Portugal Telecom e cristalizar o valor das

sinergias”.

16. Posteriormente, em 20.2.2014, a Oi divulgou novo fato relevante, informando que haviam sido celebrados os instrumentos contratuais definitivos que descrevem cada uma das etapas da Operação. Neste último fato relevante, também foram apresentadas pela Companhia informações mais detalhadas acerca de cada uma das referidas etapas.

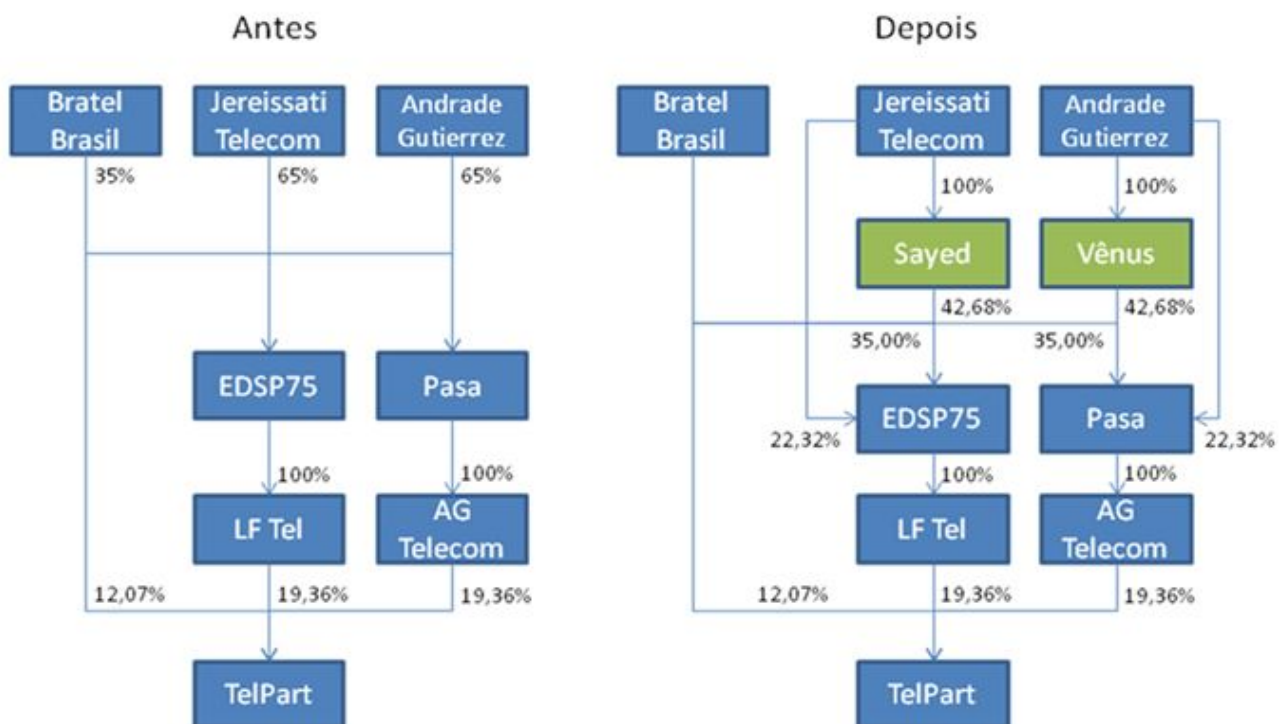
17. Como resultado da Operação, haverá a consolidação das bases acionárias da Portugal Telecom, da Oi e da TelPart nesta última companhia, também designada nos fatos relevantes e no MOU como “CorpCo”. Adicionalmente, ao final da Operação, deverá ocorrer a pulverização da base acionária da TelPart, que não terá nenhum acionista ou grupo de acionistas vinculados que detenha a maioria de seu capital. A TelPart será listada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA e terá seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, as quais serão negociadas também na New York Stock Exchange – NYSE e na NYSE Euronext Lisbon.

18. As principais etapas da Operação são apresentadas a seguir na ordem cronológica em que se pretende realizá-las. Ressalte-se, no entanto, que, como divulgado pela Oi no fato relevante de 2.10.2013, “todas as etapas da Operação serão contratadas como uma operação única, de forma a garantir a sua execução integral, o que constitui condição essencial para a consumação da Operação” (fl. 17).

19. As Consultas, o entendimento da SEP e os Recursos são anteriores ao fato relevante divulgado pela Companhia em 20.2.2014, podendo não contemplar de forma idêntica as informações ora descritas acerca da Operação.

III.1. Conferência de ações, emissão e subscrição de debêntures conversíveis.

20. A primeira etapa da Operação compreende a conferência de ações de emissão da EDSP75 detidas pela Jereissati Telecom a uma sociedade denominada Sayed RJ Participações S.A. (“Sayed”), bem como a conferência de ações de emissão da Pasa detidas pela Andrade Gutierrez a uma sociedade denominada Vênus RJ Participações S.A. (“Vênus”). Ao final dessa etapa, Jereissati Telecom será acionista da EDSP75 direta e indiretamente, por meio de Sayed, e Andrade Gutierrez será acionista de Pasa também direta e indiretamente, por meio de Vênus, conforme a ilustração a seguir:



21. Concluída a conferência de ações acima descrita, será aprovada a emissão de debêntures conversíveis em ações ordinárias e/ou preferenciais, conforme o caso, por Sayed, Vênus, EDSP75, Pasa, LF Tel, AG Telecom e TelPart. Conforme descrito no fato relevante de 20.2.2014, a emissão de debêntures por essas sociedades tem como objetivo “provê-las de recursos suficientes para a equalização do endividamento dessas sociedades e/ou de suas controladas” e, como consequência, tal como comunicado ao mercado em 7.10.2013, “à exceção das ações da Oi, o acervo líquido representado pelos demais ativos e passivos dessas sociedades

correspond[erá] a zero ou pouco mais que zero”, simplificando as relações de troca que serão verificadas nas operações de incorporação descritas na seção III.5 a seguir.

22. Em comunicado ao mercado divulgado em 7.11.2013, a Companhia informou que a dívida líquida das **holdings** AG Telecom e LF Tel era da ordem de R\$ 640 milhões e R\$ 645 milhões, respectivamente, ao passo que a dívida líquida da TelPart era de aproximadamente R\$ 3,2 bilhões. De acordo com a Consultente, “estas dívidas foram geradas principalmente para o financiamento da compra das ações de controle” da Companhia (fl. 104). O item 5 MOU menciona que as dívidas da AG Telecom, da LF Tel e da TelPart a serem quitadas incluem o endividamento contratado junto ao BNDES.

23. Em vista do disposto acima, Sayed e Vênus emitirão, cada uma, debêntures conversíveis em ações no valor de R\$ 938,5 milhões cada, a serem subscritas pela PTB2 S.A., subsidiária da Portugal Telecom (“PTB2”). Em seguida, EDSP75 e Pasa emitirão, cada uma, debêntures conversíveis no valor de R\$ 2.394 milhões cada, as quais serão subscritas por Sayed, Vênus e Bratel Brasil, esta última também uma subsidiária da Portugal Telecom. Ato contínuo, LF Tel e AG Telecom emitirão, cada uma, debêntures conversíveis em ações que serão subscritas por EDSP75 e Pasa no valor de R\$ 2.394 milhões cada[7]. Finalmente, a TelPart emitirá debêntures conversíveis em ações que serão subscritas por LF Tel e AG Telecom, na proporção de 50% cada uma, no valor total de R\$ 3.428 milhões.

24. A integralização das debêntures por seus respectivos subscritores, no entanto, somente ocorrerá após a liquidação do aumento de capital descrito a seguir.

III.2. Aumento de Capital da Oi.

25. A etapa seguinte da Operação corresponde ao aumento do capital social da Oi, a ser realizado mediante oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias e preferenciais, com valor estimado de R\$ 14 bilhões (“Aumento de Capital da Oi” e “Oferta”). O aumento se dará dentro do limite de capital autorizado, o qual será ampliado nos termos de proposta de alteração estatutária a ser deliberada em assembleia geral extraordinária convocada para 27.3.2014.

26. Para a realização do Aumento de Capital da Oi, será respeitada a proporção existente entre as espécies de ações (1/3 de ações ordinárias e 2/3 de ações preferenciais) e será assegurada prioridade de subscrição aos acionistas da Companhia.

27. Parte das ações emitidas pela Oi será integralizada com a conferência de bens pela Portugal Telecom, compreendendo: (i) os passivos da Portugal Telecom; e (ii) os ativos operacionais da Portugal Telecom, com exceção das “participações direta ou indiretamente detidas [pela Portugal Telecom] na Oi, na Contax Participações S.A. e Bratel, BV”[8] (conjuntamente, os “Ativos PT”), cujo valor foi determinado em laudo de avaliação a ser apreciado na assembleia geral extraordinária convocada para 27.3.2014 (“Laudo de Avaliação”).

28. De acordo com estimativa divulgada no fato relevante de 2.10.2013, a parcela do Aumento de Capital da Oi a ser integralizada com os Ativos PT corresponderia a aproximadamente R\$ 6,1 bilhões. Segundo esse documento, “[a] Portugal Telecom estima[va] que o valor econômico (equity value) dos Ativos, quando de sua avaliação para fins do aporte na Oi, corresponder[ia] a um valor inserido dentro de uma faixa de valores mínimo de € 1,9 bilhão e máximo de € 2,1 bilhões, equivalentes a, respectivamente, R\$ 5,8 bilhões e R\$ 6,4 bilhões, conforme taxa de conversão [no dia da divulgação do fato relevante] de 3,0181 Reais por Euro”. O mesmo fato relevante indicou que “[a] Portugal Telecom poder[ia] não consumir a subscrição de ações do Aumento de Capital da Oi caso o [Laudo de Avaliação] atribu[ísse] aos Ativos [PT] valores em Euros inferiores aos estimados conforme acima, considerando a taxa de conversão de Euros para Reais na data de sua emissão”.

29. Nos termos dos arts. 8º e 170, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976, o Banco Santander (Brasil) S.A. (“Avaliador”) foi contratado para elaborar o Laudo de Avaliação, com data de 21.2.2014 e preparado com base, dentre outros documentos, nas demonstrações financeiras da Portugal Telecom de 31.12.2012 e de 31.12.2013 (estas últimas ainda não auditadas). Para cada metodologia empregada, o Laudo de Avaliação chegou às seguintes faixas de valores (**equity value**) em euros e reais:

Metodologia (Moeda)	Valor Mínimo	Centro	Valor Máximo
Fluxo de Caixa Descontado (EUR MM)	1.623,3	1.708,7	1.794,1
Fluxo de Caixa Descontado (BRL MM)[9]	5.296,4	5.575,1	5.853,9

Múltiplos de Mercado (MM)	(EUR)	1.527	1.607	1.687
Múltiplos de Mercado (MM)[10]	(BRL)	4.981	5.243	5.505

30. Em 21.2.2014, a Companhia convocou uma assembleia geral extraordinária para 27.3.2014 ("AGE - Oi") para: (i) deliberar sobre a proposta de alteração de seu limite de capital autorizado, com a consequente alteração do estatuto social da Companhia; (ii) ratificar a contratação do Avaliador para a elaboração do Laudo de Avaliação; (iii) aprovar o Laudo de Avaliação; e (iv) aprovar a proposta da administração da Companhia para o valor dos Ativos PT, com vistas à sua contribuição em integralização das ações subscritas pela Portugal Telecom.

31. O valor proposto pela administração da Companhia para os Ativos PT é de R\$ 5.709.900.000,00, equivalente a € 1.750.000.000,00 segundo a taxa média de fechamento do câmbio para a compra e venda de euros divulgada pelo Banco Central em 20.2.2012 (PTAX800), último dia útil anterior à primeira publicação do edital de convocação da AGE - Oi. Segundo a proposta da administração, esse montante "se encontra dentro da faixa de valores indicada no Laudo de Avaliação e atende o valor de €1.900 milhões previsto no [MOU] quando considerados os dividendos a serem pagos pela Portugal Telecom antes da conclusão da Operação e outros custos associados com a operação tal como previstos no [MOU], ambos já considerados no Laudo de Avaliação".

32. A subscrição de parcela do Aumento de Capital da Oi pela Portugal Telecom no valor proposto pela administração da Companhia foi prevista em compromisso de subscrição assumido por essa acionista e será feita no âmbito da oferta prioritária, sendo possível porque, de acordo com o fato relevante de 2.10.2013, "TelPart, AG e LF cederão de forma não onerosa a totalidade dos seus respectivos direitos de prioridade à Portugal Telecom". Segundo o Anexo V à proposta da administração da Companhia para a AGE - Oi, que contém as informações exigidas pelo art. 8º da Instrução CVM nº 481, de 2009, "a Portugal Telecom e a Bratel Brasil não votarão na deliberação relativa à avaliação dos Ativos".

33. No entanto, referida subscrição está sujeita a determinadas condições, incluindo sua aprovação pela assembleia geral de acionistas da Portugal Telecom e a subscrição, no contexto do aumento, de parcela em dinheiro no valor mínimo de R\$ 7 bilhões pelos demais acionistas e investidores. A parcela do Aumento de Capital da Oi a ser integralizada em dinheiro corresponde a, no mínimo, R\$ 7 bilhões, mas a Companhia tem o objetivo de alcançar R\$ 8 bilhões.

34. O fato relevante divulgado em 20.2.2014 afirma que "um veículo de investimento administrado e gerido por Banco BTG Pactual S.A. ('BTG Pactual') ('FIA') celebrou compromisso de subscrição de ações ordinárias e/ou preferenciais da Oi em valor total equivalente à diferença entre R\$ 2 bilhões e os valores das ordens de subscrição que venham a ser colocadas na Oferta Pública por acionistas da CorpCo, excluída a Bratel Brasil. O compromisso de subscrição do FIA sujeita-se a condições precedentes, incluindo as aprovações societárias necessárias da Companhia e da Portugal Telecom".

35. A Oferta será realizada sob regime de garantia firme de colocação, o qual não se estenderá sobre a parcela do aumento a ser subscrita pela Portugal Telecom ou pelo veículo de investimento administrado pelo BTG Pactual.

36. Conforme determinado pelo Conselho de Administração da Companhia, em reunião realizada em 19.2.2014, o preço de emissão das ações preferenciais será fixado após a conclusão de procedimento de **bookbuilding** e terá como parâmetro a cotação das ações preferenciais de emissão da Companhia na BM&FBOVESPA e as indicações de interesse em função da qualidade e quantidade de demanda (por volume e preço) coletada junto a investidores institucionais durante o procedimento de **bookbuilding**.

37. Já o preço de emissão das ações ordinárias será fixado com base no preço de emissão das ações preferenciais, adotando-se a seguinte taxa de conversão, estabelecida a partir das cotações dessas classes nos 30 dias anteriores à divulgação do fato relevante que, em 2.10.2013, anunciou a Operação: 1 ação ordinária para cada 1,0857 ação preferencial (ou, inversamente, 1 ação preferencial para cada 0,9211 ação ordinária).

38. A liquidação do Aumento de Capital da Oi é condição para a integralização das debêntures pelas subsidiárias da Portugal Telecom e para a consequente realização de reorganização societária das **holdings**, descrita a seguir.

III.3. Integralização das debêntures conversíveis e segregação de ativos.

39. Após a liquidação do Aumento de Capital da Oi, as debêntures conversíveis emitidas por Sayed, Vênus, EDSP75, Pasa, LF Tel e AG Telecom ("Debêntures Holdings"), bem como as debêntures conversíveis emitidas ao final pela TelPart ("Debêntures TelPart"), serão integralizadas por suas respectivas subscritoras[11].

40. Em seguida, LF Tel, AG Telecom, EDSP75 e Pasa serão cindidas com o objetivo principal de segregar as participações que detêm, direta ou indiretamente, na CTX Participações S.A. ("CTX") e na Contax Participações S.A. ("Contax") das participações que detêm, direta ou indiretamente, na TelPart e na Oi ("Cisões").

41. As parcelas cindidas contendo as participações na CTX e na Contax serão atribuídas a sociedades criadas especificamente para recebê-las ("SPEs")[12]. Como resultado, LF Tel, AG Telecom, EDSP75 e Pasa permanecerão apenas com as participações que detinham, direta ou indiretamente, na TelPart e na Oi.

42. A Contax é controlada diretamente pela CTX, que por sua vez tem como únicos acionistas AG Telecom, LF Tel, Bratel Brasil e Fundação Atlântico[13]. Esses quatro acionistas também possuem participações diretas no capital da Contax.

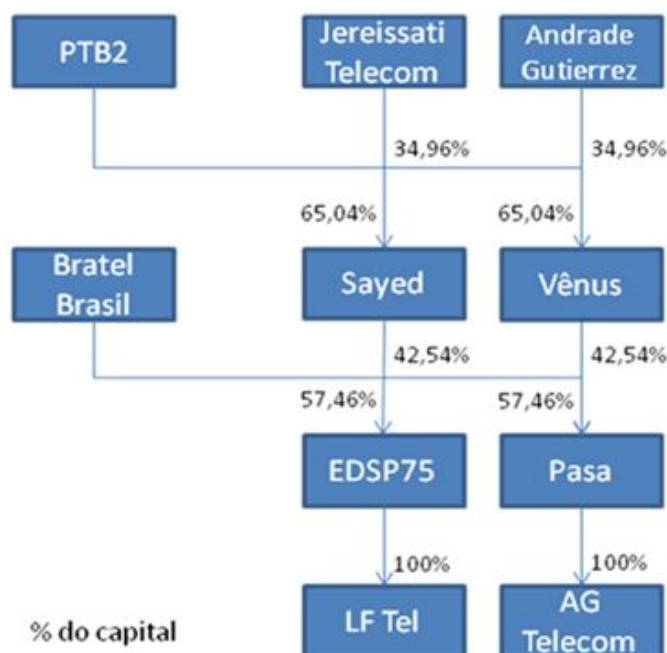
43. Segundo fato relevante divulgado pela CTX e pela Contax em 19.2.2014, as Cisões pretendem "permitir que a Portugal Telecom deixe de ter participação em sociedades de contact center e concentre seus investimentos no Brasil exclusivamente em atividades de telecomunicações através da Oi".

44. Após a realização das Cisões, Bratel Brasil, de um lado, e Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom, de outro, permutarão (i) a totalidade das ações que a Bratel Brasil receber nas SPEs, bem como a totalidade das ações que a Bratel Brasil já detinha diretamente na CTX e na Contax, por (ii) ações ordinárias de emissão da EDSP75 e da Pasa detidas por Jereissati Telecom e Andrade Gutierrez, respectivamente ("Permutas").

45. Como consequência das Cisões e das Permutas: (i) Bratel Brasil (controlada da Portugal Telecom), LF Tel, AG Telecom, EDSP75 e Pasa deterão, direta ou indiretamente, somente participações na TelPart e na Oi; (ii) as ações de emissão da Contax e da CTX que até então pertenciam diretamente à Bratel Brasil e as que pertenciam indiretamente a EDSP75 e a Pasa (por meio de LF Tel e AG Telecom, respectivamente) passarão a ser detidas pela Jereissati Telecom e pela Andrade Gutierrez; e (iii) a Bratel Brasil aumentará sua participação em EDSP75 e Pasa.

III.4. Conversão das Debêntures Holdings

46. De acordo com o fato relevante de 20.2.2014, logo após as Cisões e as Permutas, as Debêntures Holdings serão convertidas em ações ordinárias e preferenciais de Vênus, Pasa, AG Telecom, Sayed, EDSP75 e LF Tel. Segundo a Companhia, a configuração da base acionária de tais sociedades após a conversão pode ser representada da seguinte forma:



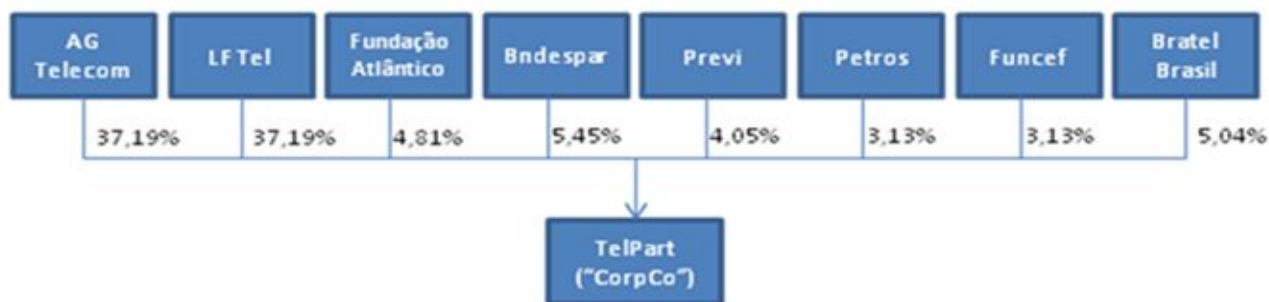
47. Até a data de conclusão deste relatório, além dos percentuais constantes do organograma acima, a Companhia não informou ao mercado a quantidade, as classes e o preço de conversão das ações emitidas por cada **holding**.

III.5. Conversão das Debêntures TelPart, reorganização da estrutura de controle da TelPart e incorporação das ações da Oi pela TelPart.

48. Conforme divulgado no fato relevante de 20.2.2014, as Debêntures TelPart serão convertidas em ações ordinárias de emissão dessa companhia na mesma data em que serão deliberadas (i) a reorganização societária das sociedades que integram a estrutura de controle da TelPart ("Reorganização Societária Intermediária") e (ii) a incorporação das ações da Oi pela TelPart ("Incorporação de Ações da Oi").

49. No entanto, a conversão das Debêntures TelPart se sujeita à aprovação da Reorganização Societária Intermediária e à aprovação da Incorporação de Ações da Oi, a serem deliberadas pelas assembleias gerais das sociedades envolvidas. Segundo esse mesmo fato relevante, tais assembleias gerais "estão previstas para acontecer cerca de 60 dias após a liquidação do aumento de capital da Oi".

50. Uma vez convertidas as Debêntures TelPart, a TelPart apresentará a seguinte distribuição do capital entre seus acionistas:



51. Até a data de conclusão deste relatório, a Companhia não havia informado a quantidade, as classes e o preço de conversão das ações emitidas pela TelPart.

52. Nos termos do comunicado ao mercado divulgado pela Companhia em 7.10.2013, a Reorganização Societária Intermediária será realizada de uma só vez, por meio de várias operações societárias sucessivas, "como parte essencial do processo de simplificação da estrutura acionária das Companhias Oi". Ademais, as **holdings** envolvidas "serão objeto de uma série de operações de incorporação (envolvendo a TelPart e tais sociedades **holdings**), por meio das quais todo o patrimônio dessas sociedades será, ao final da Operação, vertido na CorpCo".

53. A anterior capitalização da TelPart e das demais **holdings** terá simplificado "as relações de substituição que serão aplicáveis nas incorporações previstas na Operação, permitindo que se considerem unicamente as participações, diretas e indiretas, em ações ordinárias e preferenciais da Oi que as sociedades que serão incorporadas detêm, uma vez que se neutralizou o valor do endividamento dessas companhias para efeito da relação de substituição".

54. Ainda segundo esse comunicado, "em cada etapa de incorporação de uma **holding**, os acionistas desta receberão o mesmo número de ações que esta **holding** (sociedade incorporada) detinha na incorporadora, e assim sucessivamente até que, ao final, recebam ações da Oi, sempre observada a mesma relação de substituição aplicável aos demais acionistas da Oi". "Como resultado", afirma o comunicado, "não haverá diluição de nenhum acionista em razão das incorporações, uma vez que todos receberão ações da CorpCo sempre com relação ao número de ações de emissão da Oi que detiverem direta ou indiretamente"[14].

55. A Reorganização Societária Intermediária compreenderá várias etapas, descritas com mais detalhes no fato relevante de 20.2.2014 e apresentadas, em resumo, a seguir:

(i) incorporação da AG Telecom pela Pasa, incorporação da LF Tel pela EDSP75 e incorporação da Pasa e da EDSP75 pela Bratel Brasil. Como resultado dessas incorporações, (a) Pasa, AG Telecom, EDSP75 e LF Tel serão extintas; (b) as ações de emissão da TelPart e da Oi por elas detidas passarão a ser detidas diretamente pela Bratel Brasil; e (c) haverá a emissão de novas ações pela Bratel Brasil a serem detidas por Vênus e Sayed;

(ii) cisão parcial desproporcional da TelPart, com incorporação da parcela cindida – representando 99,9%

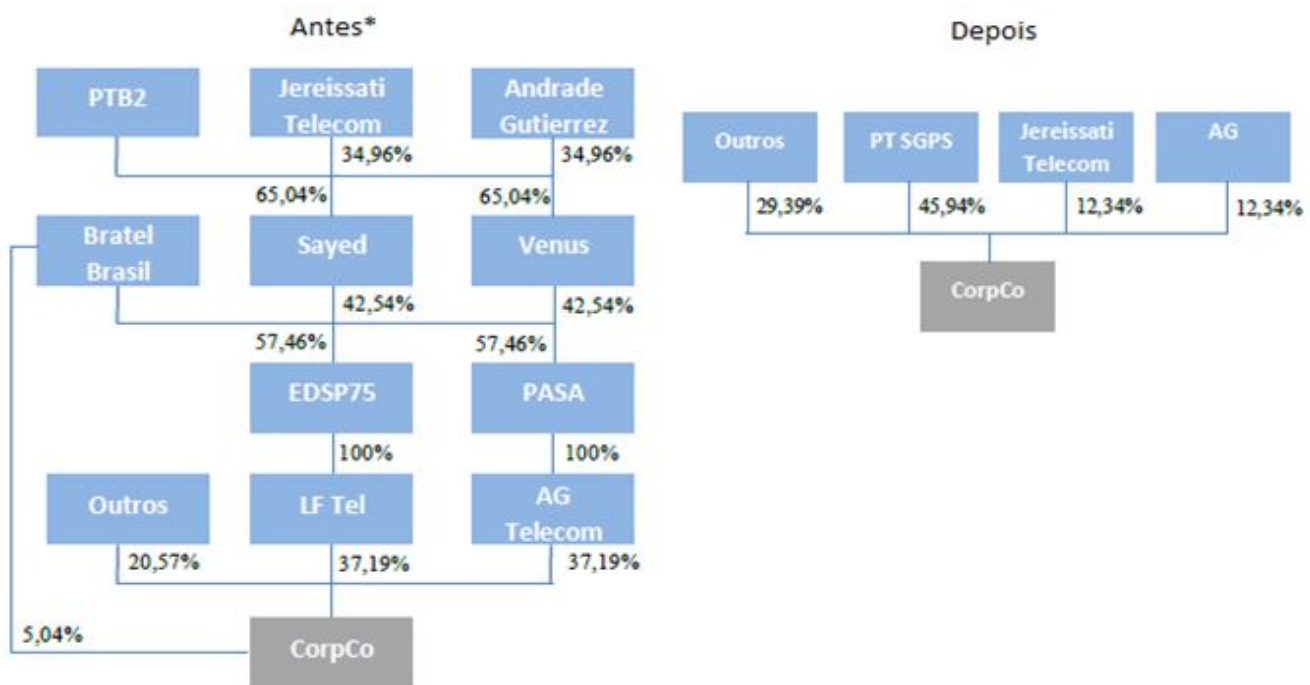
do investimento da Bratel Brasil na TelPart e 79,4% do investimento da TelPart na Oi – pela Bratel Brasil. Como resultado desta cisão, a Bratel Brasil (a) receberá ações ordinárias e preferenciais de emissão da Oi antes detidas pela TelPart; e (b) manterá apenas 0,1% de sua participação anterior na TelPart;

(iii) cisão parcial da Bratel Brasil e incorporação da parcela cindida – representada pelo investimento remanescente da Bratel Brasil na TelPart, de 0,1% – por Marnaz Participações S.A. (“Marnaz”). Essa cisão tem o objetivo de segregar a participação detida pela Bratel Brasil na Oi daquela detida na TelPart. Como resultado, a Bratel Brasil deterá apenas ações ordinárias e preferenciais de emissão da Oi e a Marnaz deterá 0,1% do capital da TelPart;

(iv) incorporação da Bratel Brasil pela Oi. Essa incorporação não resultará em aumento do capital social ou emissão de novas ações pela Oi. Todos os demais ativos porventura existentes na Bratel Brasil serão incorporados à Oi em benefício de todos os seus acionistas, aplicando-se, no que couber, o art. 6º, §2º, da Instrução CVM nº 319, de 1999[15]; e

(v) incorporação da Marnaz, da Vênus, da Sayed e da PTB2 pela TelPart. Como resultado da incorporação dessas sociedades, os acionistas da Marnaz, Vênus, Sayed e PTB2 receberão ações de emissão da TelPart e a TelPart passará a ser titular das participações detidas pelas incorporadas na Oi.

56. Segundo o fato relevante de 20.2.2014, ao final da Reorganização Societária Intermediária, espera-se que a TelPart passe a deter 126,6 milhões de ações ordinárias e 96,2 milhões ações preferenciais de emissão da Oi, bem como espera-se que a sua base acionária seja representada da seguinte forma:



Nota: % do capital total

* Percentuais refletem conversão das Debêntures TelPart

57. De acordo com o item 3.2.1 do MOU, a Reorganização Societária Intermediária e a conversão das Debêntures Holdings e Debêntures TelPart não acarretarão alteração de controle de nenhuma das sociedades envolvidas nessas operações. O fato relevante de 2.10.2013 diz que, “imediatamente após a [Reorganização Societária Intermediária e antes da Incorporação de Ações da Oi], os Acordos de Acionistas da AG, LF e TelPart celebrados ou aditados em 25 de janeiro de 2011 serão extintos para todos os fins”.

58. Como já se referiu acima, na mesma data em que as operações objeto da Reorganização Societária Intermediária forem deliberadas, serão realizadas assembleias gerais da Oi e da TelPart para deliberar sobre a Incorporação de Ações da Oi. Com isso, pretende-se tornar a Oi uma subsidiária integral da TelPart.

59. Em decorrência da Incorporação de Ações da Oi, cada ação ordinária de emissão da Companhia será substituída por uma nova ação ordinária de emissão da TelPart e cada ação preferencial de emissão da Companhia será substituída por 0,9211 nova ação ordinária de emissão da TelPart. Trata-se, em relação às ações preferenciais, da mesma relação estabelecida para a fixação do preço de sua emissão no contexto do Aumento de Capital da Oi, e que tem por base o “parâmetro de cotações de mercado das ações da Oi no

período de 30 dias anteriores ao anúncio do fato relevante que divulgou a Operação"[16].

60. O fato relevante de 20.2.2014 assevera que "a Incorporação de Ações da Oi não ensejará direito de retirada aos acionistas da Oi, conforme art. 137, II da Lei das S.A.". Por outro lado, aduz que "os acionistas da CorpCo dissidentes da deliberação que aprovar a Incorporação de Ações da Oi terão o direito de se retirar da companhia, observadas as disposições do art. 137 da Lei das S.A., pelo respectivo valor patrimonial por ação. Entretanto, não se espera que tais acionistas exerçam o direito de retirada". Conforme se verá adiante, duas Consultas tratam especificamente do direito de recesso de acionistas da Companhia em virtude da Incorporação de Ações da Oi.

61. De acordo com MOU (item 3.2.1), após a Reorganização Societária Intermediária, a conversão das Debêntures Holdings e Debêntures TelPart e a Incorporação de Ações da Oi, "considerando as ações detidas direta e indiretamente pela Portugal Telecom, a Portugal Telecom terá direito, excluídas as novas ações subscritas no Aumento de Capital da Oi, a 554,47 milhões de ações de emissão da CorpCo".

III.6. Incorporação da Portugal Telecom pela TelPart.

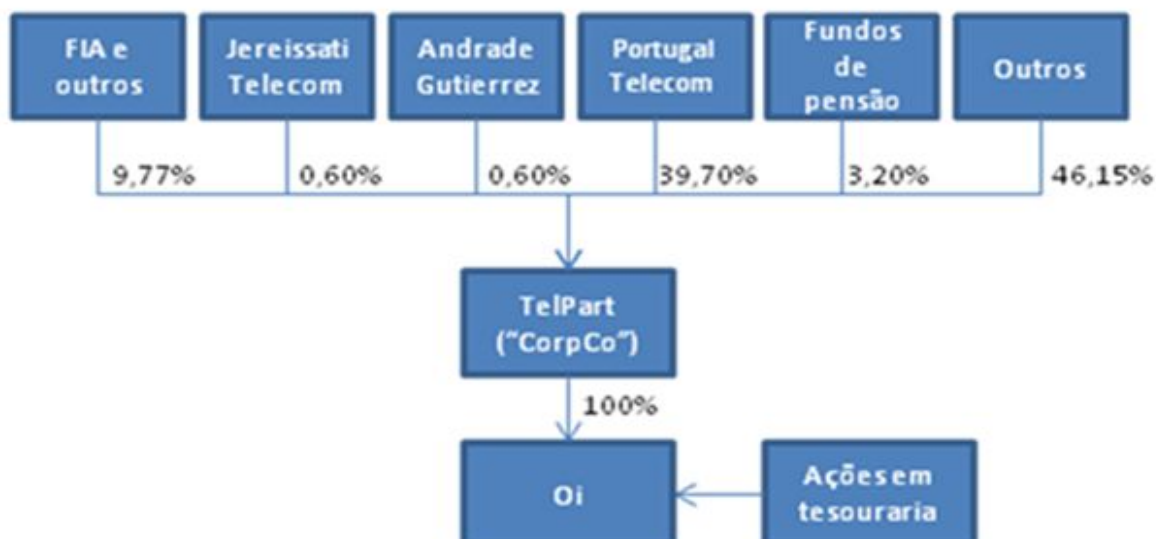
62. A última etapa da Operação consiste na incorporação da própria Portugal Telecom pela TelPart ("Incorporação da Portugal Telecom"), com a consequente extinção da Portugal Telecom, a ser deliberada na mesma assembleia geral que tratar da Incorporação de Ações da Oi.

63. Segundo o fato relevante de 20.2.2014, quando da Incorporação da Portugal Telecom, "além das ações de emissão da CorpCo de sua titularidade, a Portugal Telecom não terá ativos relevantes ou passivos (ou terá caixa ou equivalentes de caixa para quitar integralmente seu endividamento). Em virtude da Incorporação da Portugal Telecom, os acionistas da Portugal Telecom receberão ações ordinárias de emissão da CorpCo em igual quantidade às ações da CorpCo detidas pela Portugal Telecom imediatamente antes de tal incorporação".

64. A respeito da Operação como um todo, o MOU (item 3.1.6) estabelece que "a Portugal Telecom poderá não consumá-la e todas as demais etapas societárias previstas [no] MOU se o percentual de participação na CorpCo da Portugal Telecom for igual ou inferior a 36,6% do capital total da CorpCo totalmente diluído após a incorporação de ações da Oi". Por outro lado, também a TelPart "poderá não consumir a Operação e todas as demais etapas societárias previstas [no] MOU se o percentual de participação na CorpCo da Portugal Telecom for superior a 39,6% do capital total da CorpCo totalmente diluído após a incorporação das ações da Oi". Caso a Operação não seja consumada por um desses dois motivos, nenhuma das partes do MOU terá direito a exigir das outras uma indenização.

65. No entanto, o MOU também prevê (item 9.2) que "[c]aso a Operação não seja consumada por qualquer motivo que não um inadimplemento pela Portugal Telecom de suas obrigações, a Oi deverá reembolsar à Portugal Telecom os custos e despesas relacionados ao Liability Management que tenham sido comprovadamente incorridos pela Portugal Telecom, até um valor máximo de USD 10 milhões".

66. A estrutura final da Oi, nos termos propostos pela Operação, será a que segue:



V. CONSULTAS.

67. As 6 Consultas formuladas à CVM pela Tempo Capital a respeito da Operação são apresentadas abaixo, enquanto as considerações da Consulente sobre cada uma delas são apresentadas na seção seguinte, em conjunto com o entendimento da SEP e da Companhia:

(i) *“em relação [ao Aumento de Capital da Oi], no que se refere às deliberações relativas ao [Laudo de Avaliação], o impedimento de voto tratado no Artigo 115, § 1º, da LSA afeta (a) todos os acionistas vinculados ao Acordo de Acionista (controladores diretos e indiretos da Companhia) e os signatários do MOU e aqueles que compartilhem, direta ou indiretamente, o mesmo interesse deste, ou (b) apenas aqueles signatários do Acordo de Acionistas e do MOU que sejam titulares ou acionistas diretos dos ativos integralizados no capital social da Companhia?”* (“1ª Consulta”);

(ii) *“os acionistas preferencialistas da Companhia que forem dissidentes da deliberação que aprovar a [Incorporação de Ações da Oi] terão direito de recesso, tendo em vista que haverá a perda das preferências ou vantagens de sua classe de ações? Além disto, a eficácia da deliberação relativa à [Incorporação de Ações da Oi e à Incorporação da Portugal Telecom] depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei?”* (“2ª Consulta”);

(iii) *“os acionistas ordinaristas dissidentes da deliberação que aprovar a [Incorporação de Ações da Oi] terão direito de recesso, tendo em vista que suas ações não gozam de dispersão?”* (“3ª Consulta”);

(iv) *“o ônus decorrente da não realização da operação poderá ser transferido para a Companhia, nos termos da Cláusula 9.2 do MOU, considerando que as peculiaridades da operação proposta, ou referido dispositivo viola o Artigo 245, da LSA?”* (“4ª Consulta”);

(v) *“a operação delineada no MOU, caso efetivada nos termos e nas condições propostas, caracteriza uma alienação do controle da Companhia para Portugal Telecom, considerando que os acionistas desta, com a efetivação da operação, passarão a deter um controle minoritário sobre a mesma?”* (“5ª Consulta”); e

(vi) *“a operação delineada no MOU caracteriza abuso de poder de controle, por parte de [TelPart], AG [Telecom], LF [Tel], Bratel [Brasil] e Portugal Telecom, e violação aos deveres fiduciários por parte dos administradores da Companhia que celebraram o MOU?”* (“6ª Consulta”).

VI. ENTENDIMENTO DA SEP.

68. Conforme já se referiu, tendo em vista que incumbe à SRE verificar a ocorrência de alienação de controle e a incidência da norma constante do art. 254-A da Lei nº 6.404, de 1976, a 5ª Consulta foi encaminhada pela SEP àquela superintendência, na qual ainda se encontra sob análise.

69. As demais Consultas foram objeto do Relatório de Análise. Somente foram objeto dos Recursos as respostas da SEP à 1ª, à 2ª e à 3ª Consultas e, por isso, somente essas respostas são objeto do presente relatório[17].

V.1. 1ª Consulta: benefício particular e extensão do impedimento de voto.

70. A 1ª Consulta indaga sobre eventual impedimento de voto dos acionistas controladores diretos e indiretos da Oi quanto às deliberações relativas ao Laudo de Avaliação e à determinação do valor dos Ativos PT, no contexto do Aumento de Capital da Oi.

71. Não se discute o impedimento de voto da Portugal Telecom e da Bratel Brasil na deliberação relativa à avaliação dos Ativos PT. Conforme já mencionado, mesmo a proposta da administração para a AGE – Oi reconhece tal impedimento, com base na parte inicial do art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

72. A Tempo Capital, no entanto, alega que todos os acionistas controladores da Companhia, diretos e indiretos, e não apenas a Portugal Telecom e sua controlada Bratel Brasil, estariam impedidos de votar nas deliberações relativas ao Laudo de Avaliação, em função do disposto nesse mesmo artigo.

73. Em síntese, os argumentos apresentados pela **Tempo Capital** são os seguintes (fls. 110-123):

(i) *“não é porque a operação proposta é um aumento do capital social que necessariamente a mesma*

atende aos interesses da Companhia. (...) A análise da conveniência da efetivação desta operação deve ser feita, naturalmente, pela maioria dos acionistas titulares de ações ordinárias e desimpedidos de votar”;

(ii) por meio do Acordo de Acionistas Geral, “*todos os [signatários do MOU] e demais acionistas vinculados obrigam-se, por todas as ações que detiverem, direta ou indiretamente, na Companhia, a votar em conjunto nas deliberações sociais, conforme ajustado na reunião prévia*”, a cláusula 3.2.1 do mesmo documento estabelece quóruns qualificados que demandam a aprovação de determinadas etapas da Operação tanto por signatários do MOU quanto por outros acionistas da TelPart[18];

(iii) “*consoante os acordos de acionistas celebrados no âmbito de AG [Telecom] e LF [Tel], todas as matérias qualificadas dependem da aprovação de Portugal Telecom, sendo certo que, sem a anuência da Portugal Telecom, as matérias não são aprovadas no âmbito da [TelPart]*”;

(iv) o “*valor atribuído ao patrimônio de Portugal Telecom já foi predeterminado pelos acionistas controladores, conforme a conveniência comercial destes*”;

(v) “*com base em valores de mercado (cotações) de Portugal Telecom, Oi e Contax, e considerando a nova dívida da Portugal Telecom, resultante da capitalização das holdings dos controladores, chega-se a um valor para os Ativos [PT] de R\$ 2,5 bilhões, 'significativamente inferior ao proposto pelos controladores'*”;

(vi) todos os acionistas controladores, diretos e indiretos, e não apenas a Portugal Telecom, estariam impedidos de votar, nos termos do art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, “*seja porque as demais integrantes do grupo de controle participam do interesse daquele que concorre para a formação do capital social com bens, seja porque se trata de uma situação marcada pelo interesse conflitante dos acionistas integrantes do grupo de controle com os da Companhia e seus acionistas minoritários*”;

(vii) “*não é possível analisar [o Aumento de Capital da Oi] separad[o] das demais Etapas. (...) [A] liquidação dos passivos dos controladores direto [sic] e indiretos pela Portugal Telecom foi contratualmente condicionada à realização [do Aumento de Capital da Oi]*”; e

(viii) “*além do interesse direto de AG [Telecom] e LF [Tel] em quitar seus passivos, há ainda a situação do BNDES que encontra-se tanto na situação de devedor, quanto de credor (titular de debêntures de emissão da [TelPart] em valor superior a R\$ 1 bilhão), isto é, duplamente interessado na liquidação dos referidos passivos. Todos os acionistas controladores possuem interesse na quitação de uma dívida vinculada às ações de controle, ações essas que possuem valor de mercado muito inferior a essas dívidas hoje (R\$2,8 bilhões negativos a valores de mercado hoje!)*”.

74. A **Companhia**, por sua vez, afirma que apenas a Portugal Telecom e sua controlada Bratel Brasil estariam impedidas de votar nas deliberações relativas ao Laudo de Avaliação, com base nos seguintes principais argumentos (fls. 187-195):

(i) “*os demais acionistas que participam do grupo de controle da Oi, e que possuem, direta ou indiretamente, ações ordinárias da Companhia, não estão impedidos de votar na deliberação relativa ao [Laudo de Avaliação], já que não são titulares dos [Ativos PT] e por conta disso não receberiam mais ou menos ações como consequência de tal avaliação*”;

(ii) “*a posição e o interesse dos acionistas integrantes do grupo de controle da Oi (LF [Tel], AG [Telecom] e fundos) e da Portugal Telecom, na deliberação relativa à avaliação dos [Ativos PT], não é compartilhado, nem idêntico [sic]. É que, como efeito natural do aumento de capital e da avaliação dos bens, esses acionistas, direta ou indiretamente, terão a sua participação no capital da Oi diluída, mais ou menos, conforme o resultado do [Laudo de Avaliação], assim como os demais acionistas da Companhia. Por isso, quanto maior for o valor dado aos [Ativos PT], maior será a diluição da participação desses acionistas na CorpCo*”;

(iii) “*a liquidação da dívida dessas companhias [holdings], nas quais a Portugal Telecom inclusive já participa, tem como objetivo principal simplificar o processo de incorporação delas pela Oi, ao possibilitar a incorporação de companhias sem qualquer endividamento ou com caixa suficiente para quitar suas dívidas, e, ao final, a união de duas companhias listadas (Oi e Portugal Telecom)*”;

(iv) “*nessa capitalização [das holdings], a Portugal Telecom efetivamente aumentará a sua participação nas holdings, e, em contrapartida, os acionistas controladores serão diluídos em sua participação, direta ou indireta, na Oi. (...) Disso de nenhuma forma deve resultar que esses acionistas estejam conflitados para votar na avaliação dos [Ativos PT]. Apesar de óbvio, não custa lembrar que estes ativos não foram ou serão, a qualquer tempo, capitalizados nas holdings ou foram de sua propriedade*”;

(v) “*a Portugal Telecom não forma, sozinha, a vontade da TelPart e das demais holdings da cadeia de*

controle da Oi. É natural que, estando impedida de votar na deliberação relativa à avaliação [dos Ativos PT], a Portugal Telecom também se abstenha de deliberar sobre tal matéria nas Reuniões Prévias e demais atos societários realizados nas holdings para formação do voto de TelPart na assembleia da Oi”;

(vi) *“a Operação é bastante diferente das hipóteses discutidas pelo Colegiado da CVM nos precedentes mencionados pela Tempo [Capital]. Naqueles casos, as companhias envolvidas nas incorporações possuíam um mesmo único acionista controlador”;*

(vii) *“a parcela a ser integralizada com os [Ativos PT] integra a emissão pública de ações e será subscrita pelo mesmo preço de emissão da parcela do aumento em dinheiro” por isso, a analogia com os casos do Parecer de Orientação nº 34, de 2006, não procederia;*

(viii) *os cálculos apresentados pela Tempo Capital com base no valor de mercado das ações de emissão da Portugal Telecom, contestando a faixa de valores prevista no MOU, “são um juízo da própria Tempo [Capital] sobre o valor da Portugal Telecom e representam não mais que um esboço despropositado e até mesmo irresponsável sobre a avaliação destes. O valor divulgado no Fato Relevante, por outro lado, é uma estimativa da própria Portugal Telecom, sendo natural, em tais operações, que a titular dos ativos indique o valor que considera justo para os seus bens, embora caiba reafirmar [que] os ativos conferidos à Companhia virão a ser objeto de avaliação”;* e

(ix) *a capitalização das **holdings** está de fato condicionada à realização do Aumento de Capital da Oi, “mas a razão é evidente e nem de longe capaz de gerar qualquer conflito de interesses. A capitalização das holdings faz parte do processo de simplificação da estrutura acionária da Oi e da transferência dos benefícios fiscais para a Oi”.*

75. Acompanhando o entendimento da Tempo Capital, a SEP entendeu que todos os acionistas controladores diretos e indiretos, e não apenas a Portugal Telecom, estão impedidos de votar nas deliberações relativas à avaliação dos Ativos PT a serem aportados no Aumento de Capital da Oi. Os motivos são os que seguem (fls. 248-258):

(i) *as diversas etapas da Operação são interdependentes e, caso alguma não ocorra, todas as demais estarão prejudicadas;*

(ii) *ainda que, “[e]m princípio, os demais acionistas não est[ivessem] impedidos de votar em relação à avaliação dos bens que um terceiro acionista utilizaria para integralizar ações em um aumento de capital”, neste caso, considerando a obrigação de exercer conjuntamente o seu direito de voto nos termos dos acordos de acionistas das **holdings**, a Operação “só poderia ser aprovada pelo conjunto de acionistas controladores, o que faria com que, indiretamente, a vontade da Portugal Telecom estivesse presente e incorporada ao voto da holding controladora TelPart e dos demais acionistas controladores”;*

(iii) *ainda que a Portugal Telecom não forme, sozinha, a vontade da TelPart e se abstenha de participar do processo decisório relativo à avaliação dos Ativos PT, estas medidas são insuficientes para assegurar que a deliberação em questão seja tomada por acionistas sem qualquer conflito com a matéria, notadamente porque os demais acionistas controladores da Oi são também beneficiados;*

(iv) *para a SEP, ainda que a capitalização das holdings dos controladores tenha como um de seus objetivos, nas palavras da Companhia, “simplificar o processo de incorporação delas pela Oi, ao possibilitar a incorporação de companhias sem qualquer endividamento ou com caixa suficiente para quitar suas dívidas”, há também um benefício evidente aos acionistas controladores, pois a Operação permite o equacionamento do endividamento líquido da ordem de R\$ 4,5 bilhões existente em suas holdings AG Telecom, LF Tel e TelPart;*

(v) *a área técnica também lembrou que “este endividamento atualmente não é de responsabilidade da Companhia ou de seus acionistas minoritários, mas apenas dos acionistas controladores”*

(vi) *a SEP afirma que mesmo que “a capitalização das holdings tenha outros intuitos, não é possível ignorar o benefício advindo aos acionistas controladores (e apenas a estes) do equacionamento de suas dívidas”;*

(vii) *para além do próprio pagamento de suas dívidas, a SEP considera que pelo menos outro aspecto da Operação, tal como estruturada, configuraria a percepção de um benefício particular pelos controladores da Oi. Trata-se do valor que, segundo a área técnica, está sendo atribuído às ações desses controladores –*

consideravelmente maior, segundo os cálculos da SEP, do que as cotações de mercado das ações de emissão da Companhia[19];

(viii) considerando o valor de mercado (cotações em bolsa) das ações da Oi, critério utilizado pela SEP em seu exercício comparativo de avaliação, o **equity value** das **holdings** seria negativo, devido ao tamanho do seu endividamento; na prática, isso significa que *“na capitalização das holdings pela Portugal Telecom, esta última, hipoteticamente, poderia adquirir a totalidade das ações emitidas pelas holdings por um valor simbólico, ou seja, apenas assumindo as dívidas existentes, tornando-se a única acionista das holdings”*;

(ix) como consequência lógica dessa afirmação, a SEP conclui que, *“nas negociações entre a Portugal Telecom e os demais acionistas controladores, foi acertado que o equity value das holdings não é zero, mas positivo”*; para que isso fosse possível, no entanto, *“as ações de emissão da Oi detidas direta e indiretamente pelas holdings foram avaliadas com um prêmio em relação às cotações em bolsa”*;

(x) com base nas informações disponíveis até a data de elaboração do Relatório de Análise, a área técnica efetuou um exercício para mensurar o valor desse prêmio. Nas palavras da SEP, *“[a]ssumindo várias premissas e estimativas divulgadas pela própria Oi e pela Portugal Telecom (dentre elas, que a Portugal Telecom deterá uma participação de 38,1% na CorpCo (ex-ações em tesouraria) após a [Incorporação de Ações da Oi] e que o [Aumento de Capital da Oi] seria realizado a um preço por ação ordinária de R\$ 4,36”*, chega-se a um valor médio por ação ordinária e preferencial de emissão da Oi, detidas direta e indiretamente pelas holdings dos acionistas controladores, da ordem de R\$ 53,00 e R\$ 49,00 respectivamente – *“cerca de 12 vezes superior às cotações de mercado anteriores ao anúncio da Operação (R\$ 4,37 para OIBR3 e R\$ 4,03 para OIBR4)”*;

(xi) ainda, para a SEP, *“a Portugal Telecom está disposta a pagar um prêmio pelas ações dos demais controladores, porque o que importa a ela é o percentual final do capital da CorpCo que seus acionistas irão deter ao cabo da Operação (faixa já negociada). E uma das variáveis de ajuste (talvez a principal) que irá garantir tal percentual é exatamente a avaliação [dos Ativos PT] no [Aumento de Capital da Oi]”*;

(xii) a SEP afirma que a superavaliação das ações de emissão da Oi detidas pelas **holdings** é evidência de que há um o benefício particular para os controladores que não é aproveitado pelos demais acionistas;

(xiii) para a área técnica, *“estão conexos os benefícios a serem obtidos pelos acionistas controladores (solução do endividamento das holdings e prêmio das ações de controle) e a avaliação dos Ativos [PT] (e a consequente participação final da Portugal Telecom no capital da CorpCo) no aumento de capital da Oi”*;

(xiv) ainda segundo a SEP, *“caso não houvesse a saída de caixa da Portugal Telecom em função da capitalização das holdings dos controladores, sua dívida líquida seria menor e o valor dos Ativos [PT] seria de R\$ 8,1 bilhões (...), possibilitando à Portugal Telecom adquirir mais ações no aumento de capital da Oi. É verdade que parte desta ‘perda’ da Portugal Telecom (R\$ 8,1 bilhões – R\$ 5,8 bilhões) será compensada pelo recebimento das ações decorrentes da conversão das debêntures conversíveis que serão adquiridas na capitalização das holdings”*, mas a área técnica lembra que as ações obtidas com a conversão das debêntures não integram os Ativo PT e não serão aportadas pela Portugal Telecom no Aumento de Capital da Oi;

(xv) a SEP aponta que, ao final da Operação, da forma como estruturada, quando as **holdings** não mais existirem e os ativos operacionais e as bases acionárias das sociedades envolvidas estiverem concentrados na TelPart, o endividamento da TelPart *“será equivalente à soma da dívida existente na Oi, na Portugal Telecom e nas holdings dos controladores (menos o caixa captado no aumento de capital da Oi)”*. Em outras palavras, a SEP observa que a dívida total do grupo se mantém a mesma após a Operação, modificando-se apenas quem está exposto aos R\$ 4,5 bilhões devidos pelas **holdings**: antes, somente os controladores; ao cabo da Operação, a TelPart e, portanto, todos os novos seus acionistas;

(xvi) *“[e]stabelecida a conexão entre o benefício particular dos controladores e os interesses da Portugal Telecom (obter uma participação mínima no capital da CorpCo de 36,6%)”*, a SEP conclui que *“os demais acionistas controladores da Oi (AG [Telecom], LF [Tel], BNDESPar, Previ, Petros, Funcef e Fundação Atlântico de Seguridade Social – todos acionistas da TelPart) estão impedidos de votar no que tange à avaliação dos [Ativos PT]”*.

76. A área técnica esclarece que o impedimento em questão é aquele previsto ao final do § 1º do art. 115 (*“quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”*) e lembra que, ainda que se considerasse que o caso em tela não configura uma hipótese de

benefício particular, mas sim de conflito de interesses, não haveria distinção prática no seu tratamento.

77. Isso porque a *"diferença entre as consequências da presença de benefício particular ou conflito de interesses, sob a ótica dos impedimentos regulados no art. 115, §1º da LSA, já foi mitigada na decisão do caso Tractebel (Processo CVM Nº RJ-2009-13179, apreciado pelo Colegiado em 09.09.10)"*. Justificando a aplicação desse raciocínio, a SEP entende que, no caso concreto, *"não caberia uma análise a posteriori, pelo simples fato de que já existem elementos que permitem a análise a priori e a conclusão de que os acionistas controladores da Oi estão conflitados"*.

78. Finalmente, quanto à extensão do impedimento de voto dos acionistas controladores – i.e., se ele *"estaria restrito à deliberação sobre a avaliação dos [Ativos PT] ou se estenderia às demais deliberações atinentes à Operação"* –, a SEP entende que, embora o conflito de interesses esteja relacionado a toda a estrutura da Operação, *"é na etapa do [Aumento de Capital da Oi] que, na esfera da Companhia, concentram-se os aspectos mais delicados da Operação"*. Assim, *"considerando que as etapas são interdependentes, bastaria que os acionistas controladores não votassem nas deliberações relativas à avaliação dos [Ativos PT], deixando a decisão nas mãos dos demais acionistas detentores de ações ordinárias, para que (...) houvesse legitimidade no processo decisório sobre a Operação"*.

V.2. 2ª Consulta: direito de recesso e aprovação da Incorporação de Ações da Oi por acionistas preferencialistas em assembleia especial.

79. A Tempo Capital afirma que, em função da Incorporação de Ações da Oi, serão emitidas apenas ações ordinárias pela TelPart (sociedade incorporadora), com a conseqüente perda das preferências das ações preferenciais de emissão da Oi e que, por isso, os titulares dessas ações fariam jus ao direito de recesso e deveriam deliberar sobre a matéria em assembleia geral especial, com fundamento nos arts. 136, II e §1º, e 137, I, ambos da Lei nº 6.404, de 1976[20].

80. Em suma, os principais argumentos apresentados pela Tempo Capital a esse respeito foram os seguintes (fls. 123-129):

(i) as ações preferenciais de emissão da Companhia têm como preferência ou vantagem a prioridade no recebimento de dividendo mínimo e não cumulativo significativo;

(ii) *"uma operação submetida ao regime do Artigo 252 [que trata de operações de incorporação de ações] pode disparar a hipótese de recesso não em decorrência do disposto no seu § 2º, mas em decorrência de outras situações previstas na lei, como é o caso de uma operação que implique na redução de preferências e vantagens de uma ação ou na redução do dividendo obrigatório"*;

(iii) a coexistência do regime do art. 252 com outros pertinentes ao direito de recesso previstos na Lei nº 6.404, de 1976, já teria sido reconhecida pelo próprio Colegiado da CVM, em especial no julgamento do Processo CVM nº RJ2005/5203. Nessa ocasião, o voto do então Presidente Marcelo Trindade atestaria que a hipótese de recesso prevista no art. 223, § 4º, da lei (incorporação de companhia aberta por companhia fechada que não promove a abertura de seu capital no prazo legal) coexiste com a do art. 252, e inclusive independe da existência de liquidez e dispersão das ações afetadas[21];

(iv) mesmo que as ações de emissão da sociedade envolvida na operação tenham liquidez e dispersão, haveria o direito de recesso nas hipóteses previstas nos incisos do art. 136, como, por exemplo no caso de a incorporação de ações resultar na *"alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida"*; e

(v) nas palavras da Tempo Capital, *"o entendimento diverso, defendido pela Companhia, (...) sufragaria a operação de incorporação de ações como instrumento para retirar ou modificar in pejus as preferências ou vantagens dos acionistas preferencialistas de companhias abertas ou para burlar o direito de recesso no caso das hipóteses tratadas no Artigo 136, da LSA"*, sendo que a própria regulamentação da CVM caracterizaria tal situação como uma hipótese abusiva de exercício de poder de controle, nos termos do art. 15, III, da Instrução CVM nº 319, de 1999[22].

81. A respeito da 2ª Consulta e dos argumentos apresentados pela Tempo Capital, a Oi teceu as seguintes considerações (fls. 195-197):

- (i) "o direito de recesso é hipótese excepcional e a sua interpretação deve ser restrita, limitada exclusivamente às hipóteses previstas em lei", já que ele "rompe com uma vedação de que a companhia se descapitalize em prol de seus acionistas, em prejuízo da própria companhia e de seus credores";
- (ii) "a incorporação de ações possui um tipo legal próprio, previsto no art. 252 da Lei das S.A., com objetivos e efeitos próprios dela, não se confundindo com outras operações previstas na lei. A Lei das S.A., por isso, previu uma hipótese nova e autônoma de direito do recesso nessa operação, para o acionista da incorporadora e da incorporada, à luz do que estabelecem os §§1º e 2º daquele dispositivo" e, pelo mesmo motivo, não seria aplicável a realização de uma assembleia geral especial para aprovação de uma operação de incorporação de ações;
- (iii) uma vez concluída a [Incorporação de Ações da Oi], "os acionistas da Oi receberão ações de uma outra companhia, cujo capital será representado somente por ações ordinárias. É efeito da incorporação o recebimento de ações da incorporadora, com os direitos que o estatuto da incorporadora lhes atribui. E a lei não exige que os direitos das ações recebidas sejam os mesmos garantidos às ações da incorporada, mas, muito pelo contrário, prevê que a justificação da incorporação deverá expor 'as ações que os acionistas preferenciais [da incorporada] receberão e as razões para a modificação dos seus direitos'";
- (iv) a Incorporação de Ações da Oi "é etapa fundamental da Operação e tem o objetivo de consolidar a base acionária da Oi na CorpCo (à qual serão adicionados posteriormente os acionistas da Portugal Telecom), ao mesmo tempo em que criará as bases para a formação de uma companhia que adotará as melhores práticas de governança, com uma única espécie de ações listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, o que poderá beneficiar diretamente os acionistas pelo aumento da liquidez de suas ações";
- (v) "adicionalmente, o Decreto nº 2.617/98, que dispõe sobre a composição do capital de empresas prestadoras de serviços de telecomunicações, estabelece expressamente que as concessionárias prestadoras de serviços de telecomunicações de interesse coletivo devem ter a maioria de suas ações com direito a voto detidas por pessoas ou sociedades brasileiras", sendo esse o caso da Oi; e
- (vi) "a tese da [Tempo Capital] é tão inovadora que equivaleria a exigir uma assembleia especial em qualquer incorporação de ações em que os detentores de ações preferenciais da incorporada não recebem ações com os mesmíssimos ou melhores direitos que as ações que detinham anteriormente".

82. Acompanhando a posição da Oi, a SEP entendeu que a Incorporação de Ações da Oi não confere direito de recesso aos detentores de ações preferenciais de emissão da Companhia e que não há necessidade de aprovação desta operação societária em assembleia geral especial, pelos seguintes motivos (fls. 262-265):

- (i) "a conversão de ações preferenciais em ordinárias enquadra-se na hipótese prevista no (...) inciso II do caput do art. 136 da LSA e, em consequência, esta necessitaria de ser aprovada ou ratificada em AGESP [assembleia geral especial] (§1º do art. 136) e o direito de retirada dos preferencialistas não estaria condicionado à existência de liquidez e dispersão (§1º do art. 137 da LSA)";
- (ii) "[p]or outro lado, na incorporação de ações (art. 252 da Lei nº 6.404/76), não há previsão legal de necessidade de aprovação em AGESP [assembleia geral especial], mas apenas nas AGEs [assembleia geral extraordinária] da incorporadora (§1º do art. 252) e da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas (§2º do art. 252). O direito de retirada, neste último caso, só existe se as ações não possuírem liquidez e dispersão (§2º do art. 252 c/c art. 137, II, ambos da LSA)";
- (iii) afastando a tese de que os efeitos materiais do art. 136 seriam verificáveis na Incorporação de Ações da Oi, a SEP afirmou que "em regra, não se pode ultrapassar a forma dos atos e estruturas jurídicas escolhidas para a realização de operações societárias. A Lei prevê diversas formas que permitem alcançar resultados similares", sendo legítimo às companhias escolher aquelas que melhor lhes convém, sujeitando-se às regras próprias de cada operação;
- (iv) em geral, "só se poderia ultrapassar as características e regras das operações societárias adotadas caso fosse identificado que aquela estrutura foi escolhida com o único intuito de prejudicar alguém (aproximando-

se dos conceitos de negócio jurídico indireto, ou, mais grave, de simulação), o que não parece ser o caso”, inclusive porque a Companhia enumerou pelo menos três motivos legítimos para a adoção da Incorporação de Ações da Oi: (i) consolidar as bases acionárias da Oi e da CorpCo em uma única sociedade; (ii) manter a maioria das ações da Oi com direito a voto nas mãos de pessoas físicas ou jurídicas brasileiras (no caso, a CorpCo); e (iii) migrar a CorpCo para um segmento especial de governança corporativa, no qual são admitidas companhias que emitam apenas ações ordinárias;

(v) *não faria sentido exigir uma assembleia geral especial em toda incorporação de ações (ou mesmo de sociedade) em que os detentores de ações preferenciais da incorporada não recebam ações com direitos melhores ou idênticos aos garantidos pelas ações que detinham anteriormente;*

(vi) *o Colegiado da CVM já decidiu, em um caso sobre o exercício de direito de recesso envolvendo a própria Companhia (à época ainda denominada Brasil Telecom S.A.), que a desconsideração da forma adotada pelas partes de uma operação só se afigura possível em circunstâncias excepcionais, como diante do reconhecimento de algum vício no negócio jurídico[23]; e*

(vii) *por tudo isso, a SEP entende não estaria configurada a hipótese de exercício abusivo do poder de controle descrita no art. 15, III, da Instrução CVM nº 319, de 1999.*

V.3. 3ª Consulta: direito de recesso de acionistas ordinaristas e divulgação de informações pela Oi, conforme o art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002.

83. *A terceira Consulta pretende esclarecer o fato de que “Incorporação de Ações da Oi não ensejará direito de retirada aos acionistas da Oi, conforme art. 137, II da Lei das S.A.”[24].*

84. *No entendimento da Tempo Capital, considerando que as ações ordinárias de emissão da Oi não possuíam dispersão quando do anúncio da Operação, os acionistas que dissentissem da respectiva deliberação teriam direito a se retirar da Companhia. A favor dessa posição, a Tempo Capital argumenta o que segue (fls. 129-132):*

(i) *“o direito de recesso de que trata o Artigo 252 é apenas conferido às ações que não tenham liquidez e dispersão no mercado” e “os requisitos de liquidez e dispersão previstos no indigitado dispositivo são cumulativos, isto é, ambos devem estar presentes para afastar o direito de recesso legalmente previsto”;*

(ii) *“69% do total de ações ordinárias da Companhia são de propriedade, direta ou indireta, de empresas integrantes do grupo de controle da Companhia (...), de modo que, nesta data, as ações ordinárias da Companhia não possuem dispersão”;*

(iii) *“é incorreta a informação mensal fornecida pela Companhia em atendimento [ao] artigo 11, da Instrução CVM nº 358, de 2002, no sentido de que os controladores teriam apenas 48% das ações ordinárias de emissão da Companhia”;*

(iv) *“haveria, naturalmente, a possibilidade de esta dispersão vir a ser criada até a [Incorporação de Ações da Oi]. Isto, por exemplo, em decorrência [do Aumento de Capital da Oi], quando os acionistas controladores podem optar por subscrever sua participação apenas em ações preferenciais, alcançando uma dispersão momentânea nas ordinárias com o exercício do direito de preferência pelos acionistas ordinaristas ou em decorrência de alguma operação prévia dos controladores para criar uma fictícia dispersão”; e*

(v) *“nesta hipótese, é evidente que os acionistas minoritários ordinaristas não perdem o seu direito ao recesso, uma vez que a dispersão de que trata o artigo é aquela que permite que eles se desfaçam da sua posição acionária em um mercado que consiga absorver esta saída”; a dispersão subsequente, “caso criada artificialmente pelos atuais controladores”, não tem o condão de afastar o direito de recesso, notadamente porque não permite que ocorra a saída dos acionistas dissidentes nas condições legalmente estabelecidas.*

85. *A Companhia, por sua vez, nega a existência do direito de recesso aos ordinaristas dissidentes da Incorporação de Ações da Oi, com base nos seguintes principais argumentos (fl. 198):*

(i) *“como resultado das diversas etapas da Operação, especialmente do [Aumento de Capital da Oi], no*

momento em que a [Incorporação de Ações da Oi] for deliberada haverá dispersão das ações ordinárias da Oi”;

(ii) o Aumento de Capital da Oi, no valor total de aproximadamente R\$ 14 bilhões, dos quais mais da metade serão integralizados em dinheiro, injetando novos recursos na Companhia, é parte essencial da Operação e trará evidentes benefícios para a Oi e seus acionistas, de forma que não se sustentaria o argumento da Tempo Capital de que ele estaria sendo usado apenas para criar uma ficção de dispersão das ações ordinárias de emissão da Companhia;

(iii) *“as ações ordinárias da Companhia são atualmente líquidas e a execução da Operação somente incrementará essa liquidez”, destacando-se que “após o [Aumento de Capital da Oi] a emissão de novas ações com a entrada de novos acionistas aumentará por si só a liquidez das ações”; e*

(iv) *“o recesso apenas se dá após a deliberação de incorporação, ou seja, após o inequívoco aumento substancial da liquidez”.*

86. Tendo em vista os argumentos apresentados pela Tempo Capital e pela Oi, a SEP entendeu que os acionistas detentores de ações ordinárias de emissão da Oi dissidentes da deliberação que aprovar a Incorporação de Ações da Oi fazem jus ao direito de retirada. As razões da SEP são, em síntese, as seguintes (fls. 265-274):

(i) de um lado, a Tempo Capital entende que haveria o direito de recesso às ações ordinárias porque, embora elas **atualmente** possuam “liquidez” (compõem o índice Ibovespa), não apresentam “dispersão”, e, de outro, a Companhia sustenta não haver direito de recesso porque *“no momento em que [a Incorporação de Ações da Oi] for deliberada haverá dispersão das ações ordinárias da Oi”;*

(ii) a 3ª Consulta diria respeito, portanto, ao momento em que o requisito legal “dispersão” deve estar presente para que não se configure o direito de recesso: se no momento do anúncio da operação ou apenas no momento da efetiva deliberação/execução da incorporação de ações;

(iii) *“[n]o caso concreto, o anúncio da Operação ocorreu no dia 02.10.13, mas a execução de suas etapas (incluindo a deliberação em assembleia sobre a [Incorporação de Ações da Oi]) deve se dar ao longo do primeiro semestre de 2014. Ou seja, haverá um intervalo de alguns meses entre os dois eventos”;*

(iv) a supressão do direito de recesso, presentes os requisitos cumulativos da liquidez e dispersão, decorre da presunção de que o acionista insatisfeito poderia alienar suas ações no mercado e desvincular-se dos rumos que determinada companhia tomará. A SEP entende que *“esta é uma presunção absoluta, imposta por Lei”;*

(v) com base na interpretação dada pelo Colegiado no âmbito dos Processos CVM nº RJ2012/249, RJ2012/1312, SP2011/304 e SP2012/28, julgados em 16.2.2012 e relacionados ao direito de recesso no âmbito da reestruturação societária pela qual o grupo Oi passou no início de 2012, verifica-se *“que o direito de recesso tem por finalidade proteger os acionistas surpreendidos pelo anúncio de uma operação que pode lhes ser imposta e com a qual não concordam, quando não há solução de mercado”;*

(vi) justamente por isso é que se ressaltou, naquela ocasião, que, nos termos do art. 137, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, um acionista dissidente só teria *“direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior”*, se as mantivesse, de forma ininterrupta, até a data da assembleia[25];

(vii) para a SEP, o entendimento da Oi não é coerente com a interpretação dada pelo Colegiado ao direito de recesso, porque *“[a]dotando-se a posição da Companhia, o acionista surpreendido pelo anúncio da*

Operação através do Fato Relevante de 02.10.13 e com a qual não concorda, não possui direito de recesso, mesmo que também não possa vender suas ações no mercado”;

(viii) *“essa impossibilidade de vender ações no mercado, no caso concreto, deriva da presunção legal absoluta (e, por isso, não admitindo discussão) de que, não havendo dispersão das ações ordinárias, não há solução de mercado para este acionista”;*

(ix) a área técnica assevera que, *“no entendimento da Oi, o acionista ordinarista discordante não teria outro jeito senão aguardar o interstício de vários meses entre o anúncio da Operação e a deliberação sobre a incorporação das ações da Oi (que deve ocorrer próxima ou conjuntamente com as demais etapas da Operação) para, só após esta ser implementada, poder ter sua ‘solução de mercado’, alienando suas ações”;*

(x) a SEP considera que essa solução não é compatível com o marco temporal estabelecido no art. 137, § 1º, da lei para verificar quem possui o direito de se retirar da companhia. Nas palavras da área técnica, *“[s]e só possuem tal direito os titulares das ações ‘na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior’, em uma interpretação sistemática da Lei, também deve ser a partir desta data que devem estar presentes, conjuntamente, os requisitos de liquidez e dispersão para suprimir o direito de recesso”;*

(xi) diante do argumento da Companhia de que, no momento em que o recesso poderia ser exercido (ou seja, após a assembleia geral da qual o acionista dissente), já haveria dispersão das ações ordinárias de emissão da Oi, de forma que os acionistas insatisfeitos teriam condições de alienar suas ações em mercado, não fazendo jus ao direito de retirada, a SEP afirmou que tal alienação seria praticamente impossível no caso concreto e oneraria ainda mais o acionista dissidente;

(xii) não faria sentido admitir que a “solução de mercado” dos acionistas dissidentes pode ser buscada em um período não necessariamente imediato à deliberação, mas a prazo indeterminado – a partir da assembleia, o acionista descontente poderia vender suas ações se e quando quisesse, já que haverá liquidez e dispersão;

(xiii) assim, no entender da SEP, *“uma solução de mercado ‘protelada’, que depende da implementação bem sucedida da Operação e que pode, na prática, só ocorrer em momento bem posterior à deliberação sobre a Operação, não parece estar de acordo com a sistemática legal de proteção aos acionistas minoritários”;* e

(xiv) dessa forma, a área técnica considera que *“é a partir do momento estipulado no art. 137, § 1º da Lei nº 6.404/76 (‘na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior’) que devem estar presentes, conjuntamente, os requisitos de liquidez e dispersão para suprimir o direito de recesso”.*

87. Finalmente, em atenção à observação da Tempo Capital, a SEP reconheceu ser *“incorreta a informação mensal fornecida pela Companhia em atendimento [ao] artigo 11, da Instrução CVM nº 358, de 2002, no sentido de que os controladores teriam apenas 48% das ações ordinárias de emissão da Companhia”* e determinou, no Ofício SEP que a Companhia corrigisse e reapresentasse o respectivo formulário.

VII. RECURSOS.

88. A Companhia interpôs recurso em face do entendimento da SEP, consubstanciado no Relatório de Análise, para a 1ª e a 3ª Consultas (fls. 351-380). A Tempo Capital, por sua vez, interpôs recurso em face do entendimento da área técnica para a 2ª Consulta (fls. 338-350).

89. Além dos Recursos, relatados a seguir juntamente com as considerações da SEP, que manteve sua posição original, a Companhia contestou o entendimento da área técnica sobre a necessidade de reapresentação do formulário a que se refere o art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002 (fls. 323/324) –

questão que fora avaliada no Relatório de Análise em conexão com a 3ª Consulta. As razões da Companhia e da SEP sobre o tema serão expostas após aquelas relacionadas à 3ª Consulta.

VI.1. 1ª Consulta: recurso da Oi em face do entendimento da SEP sobre benefício particular e extensão do impedimento de voto.

90. Diante do entendimento da área técnica manifestado no Ofício SEP quanto à 1ª Consulta, a Companhia trouxe as seguintes principais razões para contestá-lo (fls. 357-373):

(i) *“se, de um lado, a proibição do direito de voto é um remédio extremo e excepcional para os casos em que o voto pode ser exercido abusivamente, de outro ele fere o princípio majoritário e mesmo no caso das ações ordinárias, retira-lhe um direito inerente e essencial, razão pela qual deve ser utilizado com parcimônia pelo intérprete da lei”;*

(ii) *“não parece haver dúvida de que a Portugal Telecom deve se abster quando for chamada a deliberação destinada a aprovar o [Laudo de Avaliação] (...). Contudo, os demais acionistas da Oi, inclusive os acionistas controladores e os detentores de ações da TelPart, a princípio, não estariam impedidos de votar, já que o efeito da aprovação dos bens para todo o grupo de acionistas, com exceção da Portugal Telecom, é o mesmo: todos serão diluídos em sua participação devido ao aporte dos [Ativos PT]. Quanto maior for a avaliação daqueles ativos maior será a diluição sofrida pelos acionistas da Oi, sejam eles controladores ou não”;*

(iii) *“[p]ara que haja benefício particular, como o próprio nome diz, deve haver da deliberação uma quebra da igualdade entre os acionistas, uma vantagem particular para um acionista que não é extensível aos demais (...). Se todos os acionistas compartilham a diluição decorrente do aumento, não há este benefício particular”;*

(iv) caso semelhante teria sido enfrentado no Processo CVM nº RJ2011/9011, dir. rel. Otavio Yazbek, julgado em 16.2.2012. Nesse precedente, “[a] decisão (...) refutou clara e indiscutivelmente o impedimento de voto que a r. decisão recorrida quer impor”, afastando a possibilidade de se aplicar de maneira irrestrita a vedação de voto e permitir que esta se aplique “de modo a abranger operações sobre as quais não se está decidindo em um primeiro momento”[26];

(v) a área técnica equivocou-se ao concluir que a capitalização das **holdings** e a negociação do MOU contribuiriam para a caracterização do benefício particular em relação ao Aumento de Capital da Oi, pois este “e a capitalização das holdings têm funções e efeitos completamente distintos. O aumento de capital foi pensado para possibilitar a integração das operações da Oi e da Portugal Telecom de uma forma simples e direta, considerando, inclusive, que já seria necessário um aumento de capital da Oi em dinheiro em razão da união destas atividades”;

(vi) “[p]or seu turno, a capitalização das holdings está inserida no contexto de simplificar a estrutura acionária da Oi, especialmente da incorporação dessas companhias pela Oi e da [Incorporação de Ações da Oi], já que permitirá a incorporação de companhias sem qualquer endividamento e possibilitará a utilização somente das cotações de mercado das ações da Oi para determinação das relações de troca aplicáveis à Operação, ao mesmo tempo em que permite o atendimento das exigências regulatórias do setor de telecomunicações e o aproveitamento (e a transferência, sem ônus) do relevante benefício fiscal detido pelas holdings intermediárias na cadeia acionária da Oi”;

(vii) essas operações societárias “não são propriamente interligadas, mas são etapas óbvias da Operação porque todas são importantes para que sejam alcançados os objetivos da Operação (...)”;

(viii) “a Portugal Telecom colocará recursos para liquidar suas próprias dívidas, já que o endividamento das holdings não é somente dos antigos controladores; ela também é responsável por sua parcela, dada sua participação nessas companhias. De fato, a Portugal Telecom é a maior responsável pelo endividamento total das holdings, com quase 30% deste valor, e portanto a maior interessada na capitalização para liquidação das

dívidas”;

(ix) contrariando a afirmação da SEP de que os termos do MOU foram negociados e, por isso, representariam uma posição aceitável pelas partes, a Companhia observa que a TelPart, Bndespar, Fundação Atlântico, Previ, Petros e Funcef não são partes do MOU, nem mesmo como intervenientes anuentes, e que esses acionistas não participaram de suas discussões;

(x) além disso, “o fato de terem sido negociados os termos [do MOU] não significa que disso decorra um impedimento de voto; pelo contrário, comprova que as partes representam interesses distintos”;

(xi) “a vontade da TelPart nas assembleias da Oi não se forma com o voto favorável de apenas um ou outro acionista, mas pelo conjunto de acionistas integrantes dos acordos de acionistas da TelPart. Assim como a Portugal Telecom não tem ações que lhe conferem sozinha, o poder de dirigir e comandar as deliberações da assembleia da TelPart, tampouco possuem esse poder os demais acionistas controladores.”;

(xii) “como bem disse o então Diretor Marcelo Fernandez Trindade no Inquérito Administrativo CVM nº RJ2001/4977, ao tratar do benefício particular, quis a lei abarcar uma hipótese mais ampla, porém previamente perceptível, na qual se pode atestar prévia e indubitavelmente o benefício do acionista com a deliberação. (...) o impedimento de voto nesses casos requer a certeza do benefício, ou como disse o Diretor, é preciso que se mostre ‘indubitavelmente’ que da deliberação surgirá para o acionista um benefício particular, que os outros não compartilham. Não estando presente essa certeza, ou não sendo evidente, flagrante, a vantagem particular, não se deve impedir o acionista de votar”;

(xiii) “[a] deliberação que se discute é a aprovação do [Laudo de Avaliação]. Os acionistas controladores da Oi não se beneficiam da aprovação do laudo, porém, muito pelo contrário, eles compartilham os mesmos interesses dos demais acionistas minoritários. Os controladores, assim como os minoritários, terão suas participações diluídas no aumento de capital”;

(xiv) “em outras palavras: não será feita uma assembleia para aprovar que a Oi integralize um aumento de capital de suas controladoras para que possa ser quitado seu endividamento. A capitalização é consequência da Operação, para permitir a simplificação societária, mas não é isso que se irá deliberar”;

(xv) “a utilidade da Operação, donde todos se beneficiam, para os acionistas controladores ou para qualquer outro acionista, não se confunde com o benefício verdadeiramente particular que a Lei das S.A. visa coibir”;

(xvi) a SEP estaria equivocada quando calcula o valor da TelPart com base nas participações que ela detém na Oi, notadamente porque “na avaliação de um ativo como as ações da TelPart é natural que o valor econômico do ativo seja determinado não com base nas cotações de mercado, que não existe, mas em um múltiplo de EBITDA ou outro parâmetro financeiro que possa indicar o valor justo daquele ativo”;

(xvii) a Oi também considera incorreta o exercício da área técnica de avaliar a Portugal Telecom com base na cotação de mercado das suas ações;

(xviii) segundo a Companhia, “também são imprecisas as contas utilizadas para se encontrar um suposto prêmio que a Portugal Telecom estaria pagando pelas ações da TelPart. Os valores de R\$53 e R\$49 a que chega a SEP não têm fundamento e não representam a realidade da Operação”;

(xix) os controladores não definiram o valor dos Ativos PT e nem poderiam, já que eles foram objeto de avaliação posterior e independente, na forma exigida pela lei;

(xx) os acionistas da Oi não são prejudicados e tampouco terão que arcar com o endividamento das **holdings**, já que *“as debêntures serão convertidas em ações das holdings previamente à [Incorporação de Ações da Oi] e que os [Ativos PT] não incluem as debêntures ou qualquer outra participação direta ou indireta da Portugal Telecom na Oi, de modo que não há qualquer transferência de dívidas das holdings para a Oi”*;

(xxi) *“não é certo dizer que a exposição à dívida das holdings fica com os acionistas da CorpCo. É evidente que a dívida líquida do ‘grupo’ é a mesma antes e depois da Operação, já que é a Portugal Telecom que capitalizará as holdings (...). Isso não significa que os acionistas da Oi que migrarão para a CorpCo arcarão com as dívidas das holdings, já que o montante a ser capitalizado será descontado do valor dos ativos que serão aportados na Oi. Ou seja, a Portugal Telecom receberá menos ações da companhia resultante da Operação justamente porque aportará os recursos para liquidação das dívidas das holdings”*. Em outras palavras, *“caso a operação não contemplasse a capitalização das holdings, o valor dos ativos da Portugal Telecom contribuídos ao capital da Oi seria, logicamente, ainda maior”*, o que naturalmente provocaria uma maior diluição para os acionistas minoritários da Oi;

(xxii) o entendimento da SEP *“precipita-se ao afirmar que estão conexos os benefícios a serem obtidos pelos controladores com a capitalização das holdings e a avaliação dos ativos no aumento de capital; primeiro, porque não haveria qualquer benefício particular por parte dos controladores; segundo porque “o fim do [Aumento de Capital da Oi] não é compensar a Portugal Telecom por um suposto prêmio pago aos controladores;*

(xxiii) na Reorganização Societária Intermediária *“o benefício fiscal devido pelas holdings será transferido para Oi em benefício de todos os seus acionistas, e não apenas para os acionistas controladores”*; e

(xxiv) *“uma eventual incorporação da Portugal Telecom pela Oi, ao invés do aumento de capital, seria muito mais complexa e geraria, entre outros inconvenientes, participações recíprocas, vedadas pela Lei das S.A., que precisariam ser eliminadas no prazo legal, resultando em novas operações societárias”*.

91. A despeito de tais argumentos, a SEP entendeu por manter a manifestação consubstanciada no Relatório de Análise em relação à 1ª Consulta, tecendo as seguintes considerações adicionais sobre as razões recursais da Oi (fls. 429/434):

(i) no entendimento da SEP, exhaustivamente descrito no Relatório de Análise, *“existem benefícios evidentes possuídos exclusivamente pelos acionistas controladores da Oi na execução da Operação (ou seja, benefícios particulares), quais sejam o equacionamento do endividamento das holdings destes acionistas e o recebimento de um prêmio pelas ações de controle da Oi”*;

(ii) como também já abordado no Relatório de Análise, *“tais benefícios decorrem da combinação das diversas etapas da Operação, que deve ser analisada como um todo. Tais etapas são interdependentes, pois a Operação só irá concretizar-se, como deixou claro a Companhia em diversas oportunidades, com a execução bem-sucedida de cada etapa (...)”*;

(iii) *“[o] benefício particular dos acionistas controladores deriva dessa combinação de operações que compõem a Operação maior, e não especificamente de uma etapa individual”*;

(iv) sobre o precedente citado pela Companhia para afirmar que o impedimento de voto deveria ser analisado sob a ótica isolada da deliberação tomada em dado momento (Processo CVM nº RJ2011/9011,

julgado em 16.2.2012), a SEP ressalta que, naquela ocasião, tanto a SEP quanto o Colegiado entenderam não haver benefício particular porque ao final se verificou que a hipótese de favorecimento aventada (bonificação como forma de garantir um controle majoritário) não ocorria;

(v) *“ainda que a Operação tenha outros fins e gere outras consequências, o fato é que a estrutura adotada resulta no benefício, detido exclusivamente pelos acionistas controladores, da equalização de seu endividamento e da percepção de um prêmio pelas ações de controle indireto da Oi”*[27];

(vi) o fato de ter havido negociação entre as partes não é determinante para a caracterização do benefício particular, mas *“[n]ão é razoável supor que os acionistas controladores que participaram da negociação do MOU não perceberam que a estrutura adotada iria equacionar o endividamento de suas holdings ou iria atribuir um prêmio para as ações de controle da Oi. Ao contrário, o mais lógico é crer que tais resultados foram intencionalmente alcançados no processo negocial (ainda que tenham sido buscados outros resultados com o desenho da Operação)”*; e

(vii) quanto à alegação da Oi de que não haveria benefício particular aos acionistas controladores da Companhia porque, com a capitalização das **holdings**, o valor dos Ativos PT será menor (devido à saída de caixa da Portugal Telecom) e, conseqüentemente, os acionistas da Oi serão menos diluídos no Aumento de Capital da Oi, a SEP afirma que *“[o] benefício particular referente ao equacionamento do endividamento dos controladores subsiste ainda que, hipoteticamente, haja algum tipo de compensação na estrutura da Operação. Como já mencionado, não é necessário, para configurar o benefício particular, que este represente o único objetivo de uma operação. Por outro lado, a presença de resultados positivos em uma operação não descaracteriza eventual benefício particular existente”*. A SEP também observa que, se, de um lado, devido à capitalização das **holdings**, a Portugal Telecom de fato receberá menos ações no Aumento de Capital da Oi, de outro ela será compensada pelas ações (da Oi ou da CorpCo) que receberá pela conversão das Debêntures Holdings e Debêntures TelPart.

92. Complementando o exposto acima, a SEP tece as seguintes considerações sobre a TelPart e Bndespar:

(i) *“[a] vontade da TelPart (holding controladora direta da Oi) é formada pela vontade de seus acionistas. Os acordos de acionistas existentes (no nível da TelPart) preveem a ocorrência de reuniões prévias antes de assembleias gerais ou RCAs da TelPart, sendo que as decisões tomadas nas reuniões prévias vinculam os votos de todas as partes na assembleia”* (cláusula 3.1 do Acordo de Acionistas Geral);

(ii) *“[p]elo exame dos acordos de acionistas e pela composição acionária da TelPart, observa-se que os acionistas signatários do MOU têm preponderância no processo decisório desta companhia”*;

(iii) *“[d]emonstração clara de que a TelPart já está de acordo com a estrutura da Operação, mesmo sem ter firmado diretamente o MOU, encontra-se no teor do primeiro Fato Relevante divulgado sobre a Operação, em 02.10.13, onde é mencionado que ‘TelPart, AG [Telecom] e LF [Tel] cederão de forma não onerosa a totalidade dos seus respectivos direitos de prioridade à Portugal Telecom’ no aumento de capital da Oi. A TelPart já assume obrigações (cessão gratuita de direitos) mesmo sem ter firmado o MOU”*; e

(iv) *“[n]o que tange especificamente à BNDESPar, poder-se-ia vislumbrar, adicionalmente, uma situação conflituosa, uma vez que parte da dívida da TelPart a ser equacionada na Operação refere-se a ações preferenciais resgatáveis emitidas pela própria TelPart e detidas pela BNDESPar (no valor de R\$ 1,1 bilhão)”*.

93. Quanto às críticas da Oi sobre o exercício de avaliação que a SEP efetuou ao longo do Relatório de Análise para inferir o valor atribuído às ações das **holdings** dos controladores (e, indiretamente, das ações de controle por elas detidas) e aos Ativos PT, a SEP afirma que pretendia *“verificar a existência de um prêmio às ações de controle em relação às cotações de mercado, o que efetivamente foi observado”*. Nas suas palavras,

"[n]ão se está afirmando que em transações envolvendo ações de controle não sejam praticados prêmios e também não se está discutindo o tamanho deste ágio. Apenas chegou-se à conclusão que haveria um prêmio significativo e que tal prêmio será capturado exclusivamente pelos acionistas controladores no decorrer da Operação".

94. Ainda sobre esse ponto, a área técnica observa que, a despeito das críticas, a Oi em nenhum momento informa qual seriam as contas e os valores corretos pelos quais foram avaliadas as ações de emissão da Companhia, detidas por TelPart e pela **holdings**, na estruturação da Operação.

VI.2. 2ª Consulta: recurso da Tempo Capital contra entendimento da SEP sobre direito de recesso de acionistas preferencialistas e aprovação da Incorporação de Ações da Oi em AGESP.

95. Além das razões já apresentadas quando da consulta, a Tempo Capital alega o que segue para contestar o Ofício SEP no que diz respeito à 2ª Consulta (fls. 343-350):

(i) a Tempo Capital não estaria sustentando que a Operação configurava um negócio jurídico indireto ou que tinha como único intuito negar aos acionistas o direito de recesso previsto no art. 136, inciso II e § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976; o que a Tempo Capital estaria defendendo é que o regime do art. 252 da mesma lei não afasta as demais hipóteses de direito de recesso legalmente previstas, senão que com elas coexiste; e

(ii) o entendimento da SEP – a favor da especificidade do regime do art. 252 e da consequente exclusão das demais hipóteses de recesso previstas em lei – criará, na opinião da Tempo Capital, *"um problema de proporções inimagináveis para o mercado brasileiro"*, notadamente porque, caso mantido, *"sufragaria a operação de incorporação de ações como instrumento para viabilizar todas as alterações que, pelos artigos 136 e 137 [da lei], exigiriam o direito de recesso"*.

96. Não obstante os argumentos trazidos pela Tempo Capital em seu Recurso, a SEP manteve o entendimento que manifestara em resposta à 2ª Consulta, pelo motivos apresentados no Relatório de Análise, trazendo os seguintes argumentos em reforço (fls. 421/424):

(i) as situações descritas nos incisos I, II, III, V e VI do *caput* do art. 136 são objeto de deliberação específica e podem gerar o direito de retirada quando ocorridas na própria companhia. *"O direito de recesso especificamente previsto no art. 137 para estas situações não ocorre quando há uma incorporação de ações (ou fusão, ou incorporação, ou cisão), que possui regras próprias, inclusive para o direito de retirada (independente em relação a outras hipóteses de direitos de recesso previstas na LSA), ainda que haja consequências similares (que ocorrerão na 'nova' companhia para a qual migra o acionista e não na companhia da qual o o mesmo se origina)"*;

(ii) o voto preferido pelo então Presidente Marcelo Trindade no âmbito do Processo CVM nº RJ-2005-5203, em 24.8.2005, invocado pela Tempo Capital, reforça e confirma o entendimento da SEP. No caso de que tratava, ocorreram duas situações distintas, que, de forma independente uma da outra, geram o direito de recesso: uma incorporação de ações (art. 252 da Lei nº 6.404, de 1976) e, em sequência, a decisão da companhia de não abrir o capital da sociedade incorporadora das ações (art. 223, §§3º e 4º da Lei nº 6.404, de 1976).

VI.3. 3ª Consulta: recurso da Oi contra entendimento da SEP sobre direito de recesso de acionistas ordinaristas.

97. Em resumo, a Companhia trouxe os seguintes principais argumentos para contestar o entendimento da SEP para a 3ª Consulta (fls. 373-379):

(i) no Ofício SEP, a área técnica confunde duas coisas distintas: direito e legitimidade para o exercício do direito; isso porque *"o direito de recesso não surge com a publicação do fato relevante. É, na verdade,*

resultante da decisão assemblear que aprova uma operação, dentre as previstas na lei, que, por modificar as bases da companhia, gera para o dissidente o direito de optar por não continuar naquela sociedade”;

(ii) *“tanto é que a minuta de Instrução da CVM que regulará operações de incorporação e incorporação de ações envolvendo companhias registradas na categoria A, objeto do Edital de Audiência Pública SDM Nº 04/2013 (ainda em análise), prevê que a existência de liquidez deve ser verificada na data da assembleia para aprovação da operação”;*

(iii) a lei estabeleceu a data de divulgação do fato relevante como marco para apuração da legitimidade para exercer o direito de recesso visando a evitar que investidores, já cientes da operação divulgada, ajam oportunisticamente, comprando ações no mercado somente com o objetivo de beneficiar-se do reembolso, em prejuízo da própria companhia;

(iv) *“a interpretação dada pelo Colegiado da CVM [com relação ao art. 137, §1º da Lei nº 6.404, de 1976] se coaduna com isso quando estabelece que o direito de recesso visa a proteger o acionista surpreendido pelo anúncio da operação. (...) Portanto, embora o objetivo final seja comum – a proteção da companhia – é evidente que há uma enorme distância entre os fins das regras do inciso II e do parágrafo 1º do art. 137”;*

(v) *“é também nas informações divulgadas ao mercado, na proposta da administração e principalmente na própria assembleia que os administradores podem esclarecer as dúvidas dos acionistas e os motivos pelos quais entendem que a operação é vantajosa para a companhia. A assembleia é o foro ideal para que o acionista forme sua opinião e, se for o caso, se oponha à deliberação e exerça o recesso dentro do prazo. Aceitar que o acionista deve poder vender suas ações antes disso é retirar da administração e do próprio acionista o direito de tomar uma decisão consciente e informada”;*

(vi) *“a tese da SEP pode dar lugar a situações perversas. Imagine-se, a propósito, que na data de anúncio do fato relevante sobre uma reorganização as ações de uma determinada companhia tenham liquidez e dispersão, mas que a existência de condições precedentes prorroga a sua aprovação para muito após a data do anúncio, período no qual as ações deixam de contar com a liquidez ou a dispersão. Levar a cabo a tese da SEP significaria negar o direito de retirada para aqueles acionistas insatisfeitos ainda que eles não possuam uma solução de mercado para sair da companhia”, produzindo justamente o efeito inverso àquele buscado pela SEP, que é proteger o acionista; e*

(vii) a interpretação da Oi não leva a uma solução de mercado “protelada”, como se refere a SEP porque a Companhia entende que na data da deliberação da incorporação já existirá a dispersão que a lei exige para que se possa afastar o direito de retirada.

98. A despeito da argumentação da Companhia, **a SEP manteve o entendimento preferido em resposta à 3ª Consulta**, tecendo, no entanto, alguns comentários adicionais em função de questões levantadas pela Oi em seu Recurso. A área técnica defende (fls. 434-440):

(i) como direito essencial que é (art. 109, V, da Lei nº 6.404, de 1976), o direito de retirada deveria ser abordado sob a ótica de sua função precípua, que é proteger o acionista, considerados também os interesses legítimos da companhia e de outros agentes na preservação da situação financeira da sociedade;

(ii) *“se o direito de recesso visa a proteger o acionista surpreendido pelo anúncio da operação, este acionista necessita desta proteção quando, ao ser surpreendido, não tem condições de alienar suas ações no mercado. Daí a conclusão de que precisa haver, cumulativamente, liquidez e dispersão, no momento do anúncio da operação que dará ensejo ao direito de recesso”;*

(iii) para a SEP, *“a posição da Oi leva a uma solução de mercado ‘protelada’, que depende da implementação bem sucedida da operação e que pode, na prática, só ocorrer em momento bem posterior a sua deliberação em assembleia, não parecendo estar de acordo com a sistemática legal de proteção aos acionistas minoritários e não protegendo o acionista surpreendido pelo anúncio da operação”*;

(iv) segundo a área técnica, *“se a operação anunciada (a despeito da intenção da administração) for, na visão do mercado, destruidora de valor, tal fato será ‘precificado’ pelo mercado em seguida ao anúncio. Não haverá o aguardo da realização da assembleia para que o mercado ‘ajuste’ as cotações das ações da companhia, o que reforça a percepção de que a solução de mercado ‘protelada’ não se mostra satisfatória, mas que a saída em mercado (utilizando-se da liquidez e dispersão) deve ser possível desde o anúncio da operação”*;

(v) *“entre o anúncio de uma operação e sua deliberação em assembleia podem se passar meses (como no caso da Operação em questão) ou até anos, como em várias situações envolvendo a ratificação, pela assembleia geral, da aquisição de controle de sociedade mercantil (art. 256 da LSA). Neste último caso, uma solução de mercado ‘protelada’ mostrar-se-ia ineficaz, pois não há prazo legal para a ratificação da aquisição e o direito de recesso também está condicionado à ausência de liquidez e dispersão”*;

(vi) a área técnica concorda com a Oi que, no cenário *“as ações de uma determinada companhia terem liquidez e dispersão, porém entre tal data e a assembleia de acionistas que irá deliberar sobre a reorganização, as ações deixarem de contar com a liquidez ou dispersão”*, o acionista deve ser protegido neste caso;

(vii) para abranger casos como o descrito pela Oi em seu Recurso, a SEP esclarece que os critérios de liquidez e dispersão, a fim de suprimir o direito de recesso, *“devem não apenas estar presentes no momento do fato relevante que anuncia a operação, mas desde este momento até a deliberação e o exercício do direito de recesso, de forma ininterrupta”*;

(viii) assim, para a SEP, *“[s]ó não haverá direito de recesso se houver, ininterruptamente, solução de mercado [liquidez e dispersão] desde o primeiro anúncio da operação até sua deliberação em assembleia e o final do prazo para o exercício do direito de recesso”*, previsto no art. 137, IV e V, e § 2º, da lei; e

(ix) finalmente, a respeito do argumento da Companhia segundo o qual a própria CVM teria reconhecido a tese da Oi no Edital de Audiência Pública SDM Nº 04/2013 (“Nova ICVM 319”), a SEP ressalta que essa minuta ainda se encontra em discussão e análise internas e que o dispositivo ali contido não representa o entendimento da CVM, mas sim, apenas uma sugestão de abordagem da questão, a qual já foi, inclusive, objeto de manifestação pelos participantes da audiência[28].

VI.4. Divulgação de informações nos termos do art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002.

99. Em resposta à 3ª Consulta, a SEP entendeu ser incorreta a informação mensal fornecida pela Companhia em atendimento ao artigo 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002, no sentido de que os controladores teriam apenas 48% das ações ordinárias de emissão da Companhia. Os acionistas controladores da Oi possuiriam uma quantidade de ações superior ao percentual ali informado e, em função disso, a área técnica solicitou que a Companhia o rerepresentasse por meio do Sistema IPE, com as informações corrigidas.

100. Em correspondência protocolada na CVM em 21.1.14, a Companhia contestou o entendimento da SEP sobre a necessidade de rerepresentação do referido formulário, alegando o que segue (fls. 323/324):

(i) *“consta da última versão do formulário apresentado pela Companhia no Sistema IPE para os fins do art. 11 da Instrução CVM nº 358/02 a informação de que são controladores da Companhia acionistas representantes de 48,50511% das ações ordinárias de sua emissão, considerando-se, para este fim, as ações em tesouraria”*;

(ii) *“tal percentual reflete a informação constante dos itens 15.1 e 15.2 do Formulário de Referência da Companhia, informação essa que, pelo próprio sistema do Formulário de Referência, necessariamente contabiliza as ações em tesouraria, e representa o somatório das participações em ações ordinárias da Companhia detidas pela [TelPart] e pela [Valverde], detentoras, respectivamente de 41,69% e 6,81% das ações ordinárias de emissão da Companhia, considerando-se as ações em tesouraria”; e*

(iii) no entendimento da Companhia, não cabe a inclusão de outros acionistas (a exemplo da Bratel Brasil, do Bndespar ou dos fundos de pensão) nesse formulário; primeiro porque nenhum deles possui individualmente mais de 50% das ações ordinárias de emissão da Companhia; segundo porque, no âmbito da TelPart, somente o Acordo de Acionistas AG/LF/FASS trataria efetivamente do exercício do poder de controle da TelPart e, como tais acionistas não detêm ações ordinárias de emissão da Companhia, mas somente ações preferenciais, isso em nada altera o percentual já divulgado.

101. A SEP, no entanto, entende que os argumentos apresentados pela Companhia não têm o condão de alterar sua manifestação anterior, no sentido de que a informação sobre a posição dos acionistas controladores constante do formulário do art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002, é incorreta. As razões da SEP são as seguintes (fls. 440-444):

(i) a obrigação de divulgação constante do art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002, abrange *“os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária”*, não contemplando acionistas controladores. No entanto, *“várias companhias abertas, de forma voluntária, efetuam a divulgação, no mencionado formulário, também das posições e negociações efetuadas por seus acionistas controladores, como é o caso da Oi”*. Para a SEP, embora não seja obrigatória, uma vez efetuada, a divulgação deve ser feita de forma correta;

(ii) no referido formulário, a Companhia divulga apenas a posição dos acionistas controladores diretos TelPart e Valverde, não mencionando a participação direta no capital da Oi detida pelos acionistas controladores indiretos; assim, a participação direta de titularidade de Bratel Brasil, AG Telecom, LF Tel, Fundação Atlântico, BNDESPar e dos fundos de pensão (Previ, Petros e Funcef) não é omitida, o que, no entendimento da SEP, estaria incorreto;

(iii) do Formulário de Referência 2013 (v. 6) da própria TelPart consta que **todos** os seus acionistas são controladores e participam de acordo de acionistas (fl. 387). Assim, se todos são controladores da TelPart, também são controladores indiretos da Oi;

(iv) pela leitura dos acordos de acionistas referidos na Seção III deste relatório, a SEP afirma que não há dúvida que AG Telecom, LF Tel e Bratel Brasil, bem como a Fundação Atlântico, integram o bloco de controle da Oi e, desta forma, deveriam ter suas posições detidas diretamente no capital da Companhia reportadas no formulário;

(v) a SEP lembra que esse formulário exige a divulgação das posições e negociações *“realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladas ou controladoras”*, inclusive derivativos, de modo que as posições detidas ou negociações com ações preferenciais também deveriam ser divulgadas; e

(vi) a área técnica também verificou as seguintes inconsistências no preenchimento do item 15.1 do Formulário de Referência da Oi, pelos motivos descritos acima: (a) não estão discriminadas as participações diretas no capital votante e total da Companhia eventualmente detidas por Fundação Atlântico, Bndespar e pelos fundos Previ, Petros e Funcef; (b) em relação à Bratel Brasil, à LF e à AG, consta a informação de que tais acionistas não são acionistas controladores; e (c) na composição acionária da TelPart (ao contrário do que consta no formulário de referência arquivado pela própria TelPart), todos os seus acionistas são classificados

como não sendo controladores e não fazendo parte de acordo de acionistas.

VIII. PARECERES.

102. Complementando as razões recursais descritas na Seção VII acima, tanto a Consulente quanto a Companhia contrataram pareceres jurídicos para melhor embasar as teses por elas defendidas. A seguir, apresento de forma bastante sintética as contribuições de cada um deles.

103. A Tempo Capital apresentou parecer elaborado pelo professor Calixto Salomão Filho (fls. 571/612), que, dentre as matérias objeto dos Recursos, manifestou-se sobre a 2ª e a 3ª Consultas e concluiu que tanto os acionistas preferencialistas quanto os acionistas ordinaristas da Companhia teriam direito de recesso em virtude da aprovação da Incorporação de Ações da Oi.

104. Segundo esse parecerista, além de se tratar de direito essencial assegurado aos acionistas não controladores, o direito de recesso não corresponde somente a uma garantia de cunho patrimonial, mas tem seu caráter extrapatrimonial determinado pelo fato de indicar, ainda que indiretamente, a manifestação dos minoritários com relação a uma determinada matéria. Sua relevância, portanto, estaria relacionada também à participação dos acionistas não controladores na formação da vontade social, razão pela qual sua interpretação não deve ser restritiva.

105. Por outro lado, no caso de uma incorporação de ações, a própria natureza da operação, ao permitir a expropriação privada de bens, obrigando o minoritário a abrir mão de suas ações, exigiria uma interpretação estrita no sentido de impedi-la de servir como instrumento para descumprir preceitos imperativos e para, sob uma ótica formalista, desconsiderar direitos expressamente assegurados aos minoritários.

106. Com relação ao direito de recesso dos acionistas titulares de ações ordinárias de emissão da Oi, Calixto Salomão Filho afirmou que os requisitos de liquidez e dispersão devem ser aferidos na mesma data indicada no art. 137, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, também para se “evitar a indevida restrição a direito essencial de acionistas minoritários” (fls. 610). Nas palavras do parecerista, “se assim é para efeito de definição do acionista dissidente a que se atribui o direito de ver suas ações reembolsadas, nada mais adequado do que utilizar o mesmo critério temporal para se definir se os títulos detidos satisfazem os requisitos necessários para o exercício do mesmo direito” (fl. 599)

107. A Companhia, por sua vez, apresentou pareceres elaborados por: (i) Nelson Eizirik, que foi consultado sobre a 1ª, a 2ª e a 3ª Consultas, dentre outros assuntos não compreendidos nos Recursos (fls. 488/521); (ii) Luiz Alberto Colonna Rosman, que foi consultado sobre a 1ª e a 3ª Consultas (fls. 522/553); (iii) Marcelo Trindade, que foi consultado sobre a 1ª e a 3ª Consultas (fls. 554/569); e (iv) José Alexandre Tavares Guerreiro, que foi consultado sobre a 1ª, a 2ª e a 3ª Consultas (fls. 614/661).

108. Com relação à 1ª Consulta, Nelson Eizirik apontou em seu parecer que, com exceção da Portugal Telecom e da Bratel Brasil^[29], não haveria impedimento de voto para os demais acionistas controladores da Oi, já que não se poderia vislumbrar a existência de qualquer benefício particular ou situação de potencial conflito entre seus interesses particulares e os da Companhia.

109. A mera celebração do MOU por acionistas da Oi não impediria o seu exercício de voto. Nem a liquidação das dívidas das **holdings** ou a eventual existência de prêmio das ações de emissão da Companhia detidas direta ou indiretamente por seus acionistas controladores quando da capitalização pela Portugal Telecom caracterizariam o benefício particular de tais acionistas. Para Nelson Eizirik, o benefício particular deve ser compreendido como aquele decorrente de deliberações da assembleia geral que acarretem uma vantagem de natureza societária, exclusiva para determinado acionista, sem ser atribuída aos demais acionistas de uma companhia.

110. Conclusão semelhante é defendida por Luiz Alberto Colonna Rosman, para quem, historicamente, a hipótese de benefício particular se restringiu à concessão de vantagem pela Companhia – como contraparte – aos acionistas, como objeto específico de assembleia geral, rompendo a igualdade existente entre os detentores de uma mesma espécie e classe de ações. Essa hipótese, portanto, difere da celebração “de um negócio jurídico societário a ser realizado e efetivado no plano dos sócios” (fl. 551). No presente caso, concluir pelo impedimento de voto levaria a uma revogação do princípio majoritário, impedindo o desempenho do dever legal de se exercer o poder de controle.

111. À mesma conclusão acima descrita chegou Marcelo Trindade. No entanto, o fundamento da tese por ele defendida é o de que o benefício particular seria aquele benefício propiciado a um acionista (propriamente na qualidade de acionista ou fora dela) que resulta diretamente ou constitui objeto de uma deliberação e que, portanto, não se confunde com os interesses econômicos indiretos de cada acionista. Entendimento diverso corresponderia à interpretação extensiva não admitida para essa matéria. Assim, para Marcelo Trindade a deliberação que aprovar o Laudo de Avaliação para fins do Aumento de Capital da Oi não traz, em si mesma, qualquer benefício para os controladores, sendo que este último, caso se verificasse, decorreria apenas de outras etapas da Operação^[30].

112. Para José Alexandre Tavares Guerreiro, com exceção da parte inicial do §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, identificam-se no mesmo artigo hipóteses de benefício particular e conflitos de interesses que comportam vedações **ex ante** ao exercício do direito de voto, mas cujos controles se dão, via de regra, a posteriori.

113. Para este parecerista, o benefício particular deve decorrer de forma direta e imediata de uma deliberação e deve ser apurado em concreto, trazendo em si uma noção comparativa, pois o benefício de um acionista deve sempre ser apurado em detrimento de outro. Esse prejuízo, porém, não seria verificável no caso da Companhia. Nesse sentido, José Alexandre Tavares Guerreiro afirma que a mera realização da Operação e, em especial, do Aumento de Capital da Oi não leva à presunção de um benefício, tendo-se em vista que, na forma do art. 170 da lei societária, as emissões de ações ocorrem a valor justo e que, neste caso, não restou comprovada qualquer irregularidade. Além disso, não restaria comprovada qualquer vantagem específica à TelPart e aos demais acionistas controladores da Oi como resultado das deliberações tomadas na AGE - Oi.

114. Sobre a 2ª Consulta, Nelson Eizirik e José Alexandre Tavares Guerreiro chegaram às mesmas conclusões da área técnica, essencialmente pelas mesmas razões já apresentadas pela SEP.

115. Já em relação à 3ª Consulta, os quatro pareceristas consultados pela Companhia entendem que o momento em que devem estar presentes os requisitos de "liquidez" e "dispersão", excludentes do direito de recesso nos termos do art. 137, II, e do art. 252 da Lei nº 6.404, de 1976, é o da aprovação da deliberação de que esse direito adviria. Como fundamento, os pareceristas alegam, sobretudo, que (i) deveria ser afastada a aplicação do art. 137, §1º da mesma lei como parâmetro, uma vez que a regra ali prevista teria sido criada com finalidade bastante distinta; (ii) não haveria sentido em analisar os requisitos de exclusão do direito de recesso antes mesmo de se verificar o fato do qual ele se originaria; e (iii) entendimento semelhante já teria sido expresso pela CVM quando da elaboração da Nova ICVM 319.

116. Por tais motivos, os pareceres apresentados pela Companhia concluem que, caso as suas ações apresentem os atributos de liquidez e dispersão quando da aprovação da Incorporação de Ações da Oi, os acionistas ordinaristas não terão direito de se retirar da Companhia mediante o reembolso de suas ações.

117. Finalmente, a Polo Capital Gestão de Recursos Ltda., na qualidade de gestora de fundos de investimento em ações de emissão da Companhia, apresentou parecer elaborado por Marcos Barbosa Pinto (fls. 466/487), que se manifestou sobre a 1ª e a 3ª Consultas. Em síntese, quanto à primeira, o parecerista entende que todos os acionistas controladores da Oi estão impedidos de votar na medida em que a Operação lhes traz um benefício particular, correspondente à equalização de seu endividamento e ao recebimento de um prêmio pelas ações que detêm – o qual, por sua vez, verifica-se a despeito das dúvidas quanto à sua magnitude^[31]-^[32].

118. Marcos Barbosa Pinto observa que a Operação se assemelharia economicamente aos casos que deram origem à edição, pela CVM, do Parecer de Orientação nº 34, de 2006, já que, embora a relação de troca a ser empregada na Incorporação das Ações da Oi seja formalmente a mesma para todos os acionistas: (i) os acionistas minoritários serão de toda forma diluídos em sua participação por decorrência do Aumento de Capital da Oi, que é uma etapa obrigatória e que não seria necessário caso a Oi, ao final da Operação, não concentrasse a dívida líquida dos demais integrantes do seu grupo de controle; e (ii) há atribuição de valores distintos às ações dos acionistas controladores em relação às ações dos demais acionistas. Essa atribuição de valores distintos, no caso, seria concretizada justamente na aprovação do valor dos Ativos PT. Nessa etapa da Operação, caso não haja o impedimento de voto, os acionistas minoritários da Oi, considerando o mecanismo de equacionamento da dívida das **holdings**, acabariam obrigados a aceitar uma avaliação de suas ações por preço inferior àquele das ações detidas pelos controladores.

119. E, com relação à 3ª Consulta, Marcos Barbosa Pinto entende que o direito de recesso dos acionistas titulares de ações ordinárias de emissão da Oi não pode ser excluído com base no art. 137, II da lei societária, uma vez que não teriam liquidez e dispersão durante o período compreendido entre a comunicação da Operação e a deliberação da Incorporação de Ações da Oi.

120. Ao postergar a data de apuração desses requisitos, os acionistas correriam um risco significativo de não serem capazes de alienar suas ações no mercado sem sofrer as consequências da deliberação da qual discorda, pois esses requisitos podem se materializar somente na data da própria deliberação ou pouco antes dela, período no qual o acionista pode não ter uma oportunidade real de alienar suas ações. Considerando o tempo exigido pelo mercado para que um acionista se desfça de uma posição relevante e os efeitos que o anúncio de uma operação podem ter sobre o preço das ações, seria injusto privar os acionistas do recesso sem que tenham a chance de antes se desfazer de sua participação e, assim, evitar as consequências da operação da qual discordam.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2014.

Luciana Dias
Diretora

[1] Elaborado com base nas informações constantes da v.1 do Formulário de Referência 2014 da Oi, disponibilizada em 19.2.2014, itens 8.2 e 15.1/15.2.

[2] Elaborada conforme v. 1 do Formulário de Referência 2014 da Oi, disponibilizada em 19.2.2014, itens 15.1/15.2.

[3] Elaborada conforme v. 6 do Formulário de Referência 2013 da TelPart, disponibilizada em 10.12.2013, itens 15.1/15.2.

[4] De acordo com a Cláusula 3.1 do Acordo de Acionistas Geral, “[n]as Reuniões Prévias Gerais, cada Ação ordinária Afetada terá direito a 1 (um) voto e as decisões tomadas deverão ser re-gistradas por escrito e vincularão os votos de todas as Partes na respectiva As-sembléia Geral, sendo certo, ainda, que as Partes obrigam-se a fazer com que seus representantes, nas Reuniões do Conselho de Administração, votem de a-cordo com o que for decidido nas Reuniões Prévias Gerais e a diligenciar para sua implementação”. A íntegra do acordo e de seu aditivo encontram-se disponíveis no sistema IPE em www.cvm.gov.br.

[5] A íntegra desse acordo e de seu aditivo encontram-se disponíveis em www.cvm.gov.br

[6] As versões dos acordos de acionistas da Pasa e da EDSP75 disponíveis publicamente haviam sido celebradas por Andrade Gutierrez Telecomunicações Ltda. (“AG Ltda.”) e pela La Fonte Telecom S.A. (“La Fonte”), respectivamente, na qualidade de seus acionistas controladores. No entanto, conforme se verifica a partir do Formulário de Referência da TelPart, AG Ltda. e La Fonte parecem ter sido sucedidas pela Andrade Gutierrez e pela Jereissati Telecom, respectivamente.

[7] Especificamente no que diz respeito às debêntures a serem emitidas por AG e LF, o MOU dispõe, em seu item 5.1, que tais debêntures, além de conversíveis em igual número de ações de emissão dessas sociedades, serão “permutáveis por ações preferenciais de emissão da Oi detidas por AG e LF”. Não há novas referências a essa possibilidade de permuta em nenhum outro documento divulgado pela Companhia até o momento.

[8] Conforme mencionado no fato relevante divulgado pela Oi em 20.2.2014.

[9] Taxa média de fechamento para compra e venda de euros divulgada pelo Banco Central (PTAX800) em 20.2.2014.

[10] Taxa média de fechamento para compra e venda de euros divulgada pelo Banco Central (PTAX800) em 20.2.2014.

[11] De acordo com o MOU (item 5.2), a obrigação da Portugal Telecom de integralizar as debêntures de emissão da AG Telecom e da LF Tel e a obrigação da AG Telecom e da LF Tel de integralizar as debêntures de emissão da TelPart serão garantidas, no ato da respectiva subscrição, “por meio de alienação fiduciária das seguintes ações de emissão da Oi de titularidade da Portugal Telecom, da AG e da LF, conforme o caso: (1) 252 milhões de ações de emissão da Oi, detidas pela Portugal Telecom, a serem dadas em garantia à AG e LF; (2) 70 milhões de ações de emissão da Oi, detidas pela AG, a serem dadas em garantia à TelPart; e (3) 70 milhões de ações de emissão da Oi, detidas pela LF, a serem dadas em garantia à TelPart”.

[12] Receberão o acervo cindido de Pasa e EDSP75, respectivamente, PASA Contact Center Participações S.A. e Detmold RJ Participações S.A.

[13] Conforme v.13 do Formulário de Referência 2013 da Contax, disponibilizada em 28.12.2004, itens 15.1/15.2

[14] No mesmo sentido, o fato relevante de 20.2.2014 afirma que as operações compreendidas na Reorganização Societária Intermediária não acarretarão “*diluição da participação dos demais acionistas das empresas envolvidas, tendo em vista que as relações de substituição foram estabelecidas **exclusivamente** considerando as participações diretas e indiretas entre elas e no capital da Oi, observada a premissa de que tais sociedades não terão, à exceção de eventuais ágios registrados em relação a seus investimentos, ativos relevantes ou passivos (ou terão caixa ou equivalentes de caixa em montante suficiente para quitar integralmente seus endividamentos). Quaisquer ágios, ou outros ativos, registrados nas sociedades cuja estrutura será simplificada poderão ser transferidos à Oi ou à CorpCo [TelPart], conforme o caso, em benefício de todos os acionistas e não serão considerados para fins do estabelecimento de relação de troca*”.

Com relação especificamente ao aspecto do ágio, em comunicado ao mercado divulgado em 25.10.2013, a Companhia já afirmava que “*quaisquer ágios registrados nas empresas cuja estrutura será simplificada na Operação não estão sendo considerados para fins de estabelecimento das relações de troca aplicáveis nas incorporações previstas na Operação (inclusive o ágio registrado na TelPart com relação à aquisição da Brasil Telecom S.A.), tendo em vista que, como já noticiado, as relações de troca das incorporações foram estabelecidas com base na participação, direta ou indireta, que as sociedades envolvidas na Operação detêm na Companhia (no pressuposto de que estejam capitalizadas com recursos (caixa ou ativos de alta liquidez) suficientes para quitar integralmente seus endividamentos)*”. Nesse sentido, afirmava-se ainda que “*os controladores da Companhia não utilizarão a prerrogativa prevista no art. 7º da Instrução CVM nº 319/99, sendo o ágio incorporado aproveitado em benefício de todos os acionistas*”.

[15] “*Art. 6º, §2º. A reserva referida no parágrafo anterior somente poderá ser incorporada ao capital social, na medida da amortização do ágio que lhe deu origem, em proveito de todos os acionistas, excetuado o disposto no art. 7º desta Instrução*”.

[16] Nesse contexto, o fato relevante de 20.2.2014 reitera “*a premissa de que a CorpCo não terá ativos relevantes ou passivos (ou terá caixa ou equivalentes de caixa em montante suficiente para quitar integralmente seus endividamentos) e de que o capital social da CorpCo refletirá a quantidade de ações da Oi detidas, direta ou indiretamente, pela CorpCo imediatamente antes da Incorporação das Ações da Oi*”.

[17] Em breve síntese, no que diz respeito à 4ª Consulta, a SEP entendeu não haver indícios de que a estrutura da Operação tenha sido delineada com o único e exclusivo intuito de prejudicar os demais acionistas da Companhia, pelo que, em sua opinião, não haveria que se falar, por ora, em abuso de poder de controle. Quanto à 6ª Consulta, a SEP se pronunciou no sentido de que, conforme melhor explicado pela Companhia, o *Liability Management* a que o MOU faz referência diz respeito à previsão de ressarcimento da Portugal Telecom pelos custos incorridos na obtenção do consentimento de credores com a Operação. Trata-se de prática comum no mercado (comumente referida por “*transaction termination fee*”); além disso, o valor de US\$ 10 milhões é consideravelmente menor que a média de valores praticada no mercado norte-americano de fusões e aquisições.

[18] A cláusula 3.2.1 do Acordo de Acionistas Geral estipula o que segue:

“*3.2.1. As matérias descritas a seguir, antes de serem submetidas aos Conselhos de Administração ou às Assembleias Gerais da Companhia e de suas Controladas Relevantes, serão necessariamente deliberadas em Reunião Prévia Geral e somente poderão ser aprovadas com o voto favorável de acionistas, através de seus representantes, que alcancem o respectivo percentual, conforme definido nos subitens abaixo, computados conforme a cláusula 3.1. acima: (...)*

II – 77% das Ações Ordinárias Afetadas: (...)

(iii) aumento de capital, redução de capital ou a emissão de quaisquer valores mobiliários, ressalvada a hipótese prevista no item I (vii) acima; (...)

III – 87,4% das Ações Ordinárias Afetadas:

(i) alienação ou oneração de ações de emissão de suas Controladas Relevantes ou emissão de ações ou valores mobiliários conversíveis em ações pela Companhia ou por suas Controladas Relevantes que acarrete, ou possa acarretar, perda do controle acionário da Companhia ou de suas Controladas Relevantes;

(ii) adoção de qualquer procedimento que resulte na perda pela Companhia do controle acionário de suas Controladas Relevantes em razão de quaisquer outros fatos que não os indicados no item (i) anterior, exemplificativamente, o não exercício do direito de preferência à subscrição de ações ou títulos conversíveis em ações, participações em fusões, incorporações ou cisões;

(iii) fusão, cisão, incorporação, incorporação de ações ou transformação envolvendo a Companhia ou suas Controladas Relevantes, incluindo a realização de permuta ou dação em pagamento mediante a utilização de ações de emissão dessas sociedades; (...)”

[19] De acordo com a área técnica, “*devido ao tamanho do endividamento dessas holdings, considerando o valor de mercado (cotações em bolsa) de seu principal ativo (as participações diretas e indiretas detidas no capital da Oi), o equity value destas holdings (o valor ‘econômico’ de seu patrimônio líquido) seria negativo. Ou seja, o valor dos passivos das holdings é superior ao valor de seus ativos*”. Os cálculos da SEP apontam que “*o equity value da TelPart seria negativo em R\$ 1,85 bilhão. Já o equity value de cada uma das holdings LF [Tel] e AG [Telecom] seria negativo em R\$ 0,72 bilhão (ou, considerando como sendo zero o valor da participação destas na TelPart, o equity value de cada uma seria negativo em R\$ 0,36 bilhão)*”.

A Companhia critica a comparação que avalia a TelPart pelo valor de mercado das ações de emissão da Oi que essa **holding** detém (cálculo

que já havia sido feito pela Tempo Capital para sustentar a impropriedade dos valores acordados no MOU), sobretudo porque, segundo a Oi, a TelPart não tem ações negociadas em bolsa e, portanto, não possui um valor de mercado; para a SEP, no entanto, essa alegação não procede. Primeiro porque o fato de a TelPart não ter suas ações negociadas em bolsa não impede que seu valor econômico seja calculado da forma efetuada no Relatório de Análise, que, nas palavras da área técnica, “talvez seja a maneira mais intuitiva e utilizada para calcular o valor das ações de uma holding (simplesmente o valor dos ativos – participações societárias – menos o valor dos passivos)”; segundo porque a própria Companhia, em outra ocasião (Processo CVM N° RJ2010/17460 – Aquisição da Invitel S.A. pela Telemar Norte Leste S.A.), entendeu que uma maneira possível de avaliar uma holding seria considerar as cotações em bolsa das companhias por ela controladas.

[20] “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (...)

II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; (...)

§ 1º Nos casos dos incisos I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei. (...)

Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: I - nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas; (...)

[21] Conforme citado pela Tempo Capital, “[n]ão há uma única diferença entre as operações de incorporação e de incorporação de ações, do ponto de vista de tal acionista: em ambas as operações ele é expulso da companhia, junto com o controlador; em ambas tem direito de recesso (ou não tem em ambas, se ação for líquida e houver dispersão); em ambas não faz jus a uma oferta pública de fechamento de capital; e em ambas, se a incorporadora for de capital fechado, e não o abrir, tem assegurado o direito de recesso (e neste caso mesmo que as ações da incorporada sejam líquidas e dispersas)” (grifos da Tempo Capital).

[22] “Art. 15. Sem prejuízo de outras disposições legais ou regulamentares, são hipóteses de exercício abusivo do poder de controle: (...) III - o não reconhecimento, no cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores estabelecidas no protocolo da operação, da existência de espécies e classes de ações com direitos diferenciados, com a atribuição de ações, com direitos reduzidos, em substituição àquelas que se extinguirão, de modo a favorecer, direta ou indiretamente, uma outra espécie ou classe de ações”.

[23] Cf. voto do Diretor Relator Otavio Yazbek no Processo CVM n° RJ2011/11770, julgado em 16.2.2012.

[24] “Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: (...)

II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação; (...)

[25] Cf. trecho de voto que proferi como relatora do Processo CVM n° RJ2012/249, citado pela SEP: “O requisito de propriedade ininterrupta, embora não expresso, decorre da lógica do mecanismo de recesso e das exceções estabelecidas pelo art. 137, inciso II, da Lei 6.404, de 1976. Alienar as ações é praticar um ato contrário à expectativa de exercício do recesso, é deixar de ser acionista”.

[26] Cf. §§6 a 10 do voto proferido pelo dir. rel. Otavio Yazbek na ocasião.

[27] Nesta linha, já prescreve o Parecer de Orientação CVM n° 34, de 2006: “a constatação do impedimento de voto não envolve um julgamento sobre a licitude da deliberação a ser tomada. O acionista potencialmente favorecido estará impedido de votar mesmo que se trate, como se espera, de deliberar sobre benefícios perfeitamente lícitos, e que possam coincidir com o interesse da companhia”.

A SEP lembra que caso o único intuito da Operação fosse gerar um benefício particular aos controladores, não se estaria diante apenas de hipótese de impedimento de voto, mas talvez também de abuso de poder de controle, nos termos do art. 117 da Lei n° 6.404, de 1976.

[28] Trata-se do art. 9º da Nova ICVM 319 é o art. 9º, que apresenta a seguinte redação:

“Art. 9º A condição de liquidez prevista na alínea “a”, inciso II, do art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976, está atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente,

integrar um dos seguintes índices gerais representativos de carteira de valores mobiliários:

I – Índice Brasil 50 – IBrX-50; ou

II – Índice Bovespa – Ibovespa.

Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o **caput** será verificada **na data da assembleia para aprovação da operação**” (grifou-se).

[29] Especificamente sobre o impedimento da Portugal Telecom e da Bratel Brasil, o parecerista observa que “o impedimento em questão estende-se, inclusive, às deliberações a serem tomadas no âmbito das reuniões prévias e assembleias gerais realizadas nas **holdings** integrantes da estrutura de controle da Oi com o objetivo de definir o voto a ser proferido pela TelPart na assembleia geral da Companhia que deliberar sobre o Aumento de Capital” (fl. 497).

[30] Em suas palavras, “a restrição do direito de voto limita-se às hipóteses em que o benefício particular **constitui o próprio objeto ou é resultado direto da deliberação**” (grifos do autor, fl. 560). Ainda segundo o autor, “o art. 115, §1º, da Lei das S.A. não se refere, e nem pode se referir, a alegadas vantagens econômicas indiretas na deliberação, sob pena de correr-se o risco de impedimento de voto em situações dúbias e relacionadas com a motivação do voto” (fl. 562).

[31] Nas palavras de Marcos Pinto, caso não houvesse um prêmio, “os atuais acionistas controladores da Oi, com exceção da Portugal Telecom, não ficariam com nenhuma ação da companhia após a operação, pois suas dívidas ultrapassam o valor de mercado das ações por eles detidas” (fl. 475).

[32] Especificamente no que diz respeito aos acionistas da TelPart, Marcos Pinto ressalva que seus acionistas não estarão impedidos de votar se o seu interesse enquanto acionistas diretos da Oi for mais forte que seu interesse indireto enquanto acionistas indiretos da Companhia por meio da TelPart e aduz: “Sigo aqui a mesma lógica do voto vencido do Diretor Pedro Marcílio no Processo CVM RJ2006/6785, datado de 25 de setembro de 2006” (fl. 480).

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2013/10913

Reg. Col. nº 9012/2014

Interessados: Oi S.A.
Tempo Capital Principal Fundo de Investimento de Ações

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP em consulta sobre aspectos de operações societárias que resultarão na união das atividades da Portugal Telecom SGPS S.A. e da Oi S.A.

Diretora Relatora: Luciana Dias

VOTO

I. Introdução.

1. Conforme previamente relatado, diante do posicionamento da SEP exposto no Relatório de Análise e consolidado no Ofício SEP (fls. 284-287), relativo às Consultas formuladas pela Tempo Capital acerca da Operação, foram apresentados Recursos tanto pela Companhia quanto pela própria Consulente.

2. De um lado, a Oi contestou o posicionamento da área técnica em relação a duas das Consultas formuladas pela Tempo Capital, a seguir transcritas:

“1ª Consulta: Em relação [ao Aumento de Capital da Oi], no que se refere às deliberações relativas ao [Laudo de Avaliação], o impedimento de voto tratado no Artigo 115, § 1º, da [Lei nº 6.404, de 1976] afeta (a) todos os acionistas vinculados ao [Acordo de Acionistas Geral] (controladores diretos e indiretos da Companhia) e os signatários do MOU e aqueles que compartilhem, direta ou indiretamente, o mesmo interesse deste, ou (b) apenas aqueles signatários do [Acordo de Acionistas Geral] e do MOU que sejam titulares ou acionistas diretos dos ativos integralizados no capital social da Companhia?”; e

“3ª Consulta: Os acionistas ordinários dissidentes da deliberação que aprovar a [Incorporação de Ações da Oi] terão direito de recesso, tendo em vista que suas ações não gozam de dispersão?”.

3. Adicionalmente, a Oi questionou a solicitação da SEP, constante do Ofício SEP, para que reapresentasse o formulário divulgado nos termos do art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002, corrigindo o montante da participação de seus acionistas controladores.

4. A Tempo Capital, por sua vez, contestou apenas uma das respostas elaboradas pela SEP, a qual se referia à seguinte Consulta:

"2ª Consulta: Os acionistas preferencialistas da Companhia que forem dissidentes da deliberação que aprovar a [Incorporação de Ações da Oi] terão direito de recesso, tendo em vista que haverá a perda das preferências ou vantagens de sua classe de ações? Além disto, a eficácia da deliberação relativa à [Incorporação de Ações da Oi e à Incorporação da Portugal Telecom] depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei?"

5. No presente voto, me aterei às Consultas objeto de ambos os Recursos, dedicando a cada uma delas uma seção abaixo, na ordem em que foram inicialmente formuladas pela Tempo Capital. Em seguida, abordarei o questionamento da Oi com relação ao formulário previsto na Instrução CVM nº 358, de 2002.

II. Benefício Particular e Impedimento de Voto.

6. A SEP, em resposta à consulta da Tempo Capital, entendeu que além da Portugal Telecom e das sociedades a ela ligadas, todos os demais acionistas da TelPart estariam impedidos de votar na deliberação sobre a avaliação dos Ativos PT.

7. Para a SEP, o impedimento de voto destes acionistas decorre da existência de um benefício particular, nos termos do §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976. A SEP acredita que a Operação foi estruturada de tal forma que proporciona aos acionistas da TelPart o equacionamento do endividamento das **holdings** e da própria TelPart, além de atribuir um prêmio pelas ações de controle da Oi.

8. Isso porque, ao realizar a Operação conforme proposta pela administração da Companhia, cerca de R\$4,8 bilhões, em caixa, são transferidos da Portugal Telecom, a título de integralização de debêntures conversíveis em ações, para as **holdings** e, em seguida, para a TelPart. Esses recursos são utilizados para o pagamento da dívida das **holdings** e da TelPart. Com essa etapa da Operação, a Portugal Telecom aumenta sua participação nas **holdings** e na TelPart, companhias cujo único ativo relevante, após as reestruturações propostas, serão as ações da Oi.

9. De acordo com a Companhia, a capitalização das **holdings** e da TelPart é uma etapa importante da Operação porque permite que as relações de troca nas incorporações previstas na Reorganização Societária Intermediária com vistas a simplificar a estrutura societária do Grupo Oi, sejam feitas com base nas cotações de mercado da Oi, sem levar em conta qualquer outro ativo ou passivo.

10. Em outras palavras, o aporte de recursos nas **holdings** e na TelPart permite que a TelPart incorpore as ações das **holdings** segundo uma relação de troca com base somente nas ações detidas por essas companhias em Oi. Da mesma forma, a capitalização da TelPart possibilita que a relação de troca na Incorporação de Ações da Oi seja estabelecida sem levar em conta o passivo hoje existente nessas companhias. Portanto, não fosse a transferência desses recursos para as **holdings** e para a TelPart, seria necessário fixar relações de troca entre as ações dessas companhias e as ações de TelPart e entre as ações e Oi e as ações de TelPart levando em consideração as dívidas que hoje existem nas **holdings** e na TelPart.

11. Em outras palavras, a TelPart, ao final da Operação, terá incorporado tanto as ações das companhias que estão acima dela, as **holdings**, quanto as ações da companhia abaixo dela, a Oi. As trocas serão estabelecidas com base em valor de mercado. Assim, as relações de troca não refletirão a dívida existente na TelPart e nas **holdings**, porque a Portugal Telecom fornecerá recursos para equalizar esta dívida. No entanto, nos termos do MOU, a condição para que a Portugal Telecom aporte recursos nas **holdings** e na TelPart é a conferência dos Ativos PT à Oi.

12. Para a fixação do valor das ações de Oi detidas pelas **holdings** e pela TelPart no processo de realização dos aportes da Portugal Telecom nessas companhias, por meio da subscrição e integralização de debêntures conversíveis, foi utilizado um critério de avaliação das ações de Oi mais benéfico que aquele utilizado tanto no Aumento de Capital da Oi (valor de mercado mais **bookbuilding**) quanto na Incorporação de Ações de Oi

(valor de mercado).

13. O valor pago pelas debêntures ou pela conversão dessas debêntures em ações não está claro nos autos. Mas, de acordo com os cálculos realizados pela SEP e pela Consultante, o valor pago pela Portugal Telecom para assumir uma posição predominante na TelPart seria tal que, de forma indireta, atribuiria um preço maior para as ações da Oi atualmente detidas pela TelPart do que aquele atribuído à mesma classe e espécie por ocasião do Aumento de Capital e da Incorporação de Ações da Oi. Desse modo, a Operação, tal como estruturada, atribuiria um prêmio às ações da Oi detidas pela TelPart e se assemelharia, sob o ponto de vista econômico, às operações reguladas pelo Parecer de Orientação CVM nº 34, de 2006.

14. Há muito debate nos autos sobre qual seria o valor desse sobrepreço atribuído às ações da Oi detidas pela TelPart. Os primeiros cálculos da SEP[1] e os cálculos da Consultante divergem do valor obtido com os dados fornecidos pelos assessores financeiros da Companhia.

15. A Companhia apresentou objeções aos cálculos da SEP que parecem pertinentes, mas não negou que a Portugal Telecom pagará mais pelas ações da Oi detidas pela TelPart (ou seja, pagará um prêmio pelas ações da Oi na TelPart) ou que os acionistas de TelPart estão sendo diluídos (na TelPart) a um critério de fixação de preço mais benéfico que o critério utilizado para fixação do preço da ação no Aumento de Capital da Oi e para fixação das relações de troca entre as ações da Oi de da TelPart por ocasião da Incorporação das Ações da Oi.

16. Esse valor, embora importante para os acionistas tomarem suas decisões e aprovarem ou não a Operação, não é relevante para a análise jurídica da existência de um benefício particular. O importante para este fim é verificar se existe um prêmio ou um tratamento diferenciado sendo conferido a acionistas detentores da mesma classe e espécie - e sob essa questão não parece pairar dúvidas.

17. Dessa forma, o importante para a análise jurídica do caso é estabelecer que: (i) existe uma avaliação mais benéfica das ações da Oi nas etapas da Operação que se dão na TelPart, se comparada à avaliação verificada no Aumento de Capital da Oi e na Incorporação de Ações da Oi; (ii) embora a diluição no Aumento de Capital da Oi seja uniforme entre todos os seus acionistas, os acionistas da TelPart, por meio do valor pago pela Portugal Telecom na integralização das Debêntures Holdings e Debêntures TelPart, têm suas ações da Oi avaliadas por um critério mais benéfico que o valor que será atribuído às ações da Oi de mesma classe e espécie tanto no Aumento de Capital quanto na Incorporação de Ações da Oi; e (iii) todas as ações da Oi, tanto aquelas atualmente detidas pelas **holdings** e pela TelPart, quanto aquelas que estão em mercado, são incorporadas à TelPart por meio da Operação. Desta forma, os efeitos econômicos dessa Operação são diferentes e mais benéficos para os atuais acionistas da TelPart.

18. Antes de analisar as hipóteses de impedimento de voto, gostaria de esclarecer duas questões importantes levantadas em quase todas as peças em defesa da tese da Companhia e, em especial, nos pareceres de ilustres juristas, por ela trazidos: a primeira relativa ao princípio majoritário e a segunda sobre o direito de voto. Em seguida, passo à discussão do conceito de benefício particular e ao rebatimento dos principais argumentos trazidos pela Companhia.

i) Princípio Majoritário

19. Assim como já afirmado em inúmeros precedentes da CVM, na grande maioria das situações pelas quais uma companhia passa ao longo de sua existência, o controlador está na melhor posição para decidir sobre o destino a ser dado às questões que a envolvem. O controlador, ainda que não detenha a maioria do capital social, via de regra, detém uma parcela significativa do capital, o que o faz ser a pessoa com o interesse mais alinhado ao da companhia. É ele quem proporcionalmente mais percebe os acertos e os erros das decisões da companhia. Quando determinada decisão gera resultados positivos, é ele quem mais se apropria desses resultados. Da mesma forma, quando a empresa perde, dentre todos os sócios, é ele quem mais perde junto com a companhia. Assim, deixar que ele prepondere faz sentido econômico e, sabiamente, o princípio majoritário foi consagrado em nossa lei societária.

20. Além disso, a lei impõe ao controlador deveres fiduciários aos quais os demais acionistas não estão sujeitos. Esse regime legal especial e mais estrito corrobora os incentivos econômicos já existentes e promove o exercício responsável e disciplinado do poder de controle.

21. Questionar a preponderância do controlador nas determinações dos rumos da companhia somente faz sentido econômico e é permitido pela lei societária brasileira quando, de alguma maneira, há um interesse externo desse controlador que pode fazer com que ele não tome uma decisão no melhor interesse da companhia, privilegiando os seus próprios interesses. É por isso que a lei brasileira, bem como a legislação da maior parte dos mercados mais desenvolvidos, tem regras específicas para lidar com transações nas quais se constata tal interesse exterior por um determinado acionista e o risco de que ele privilegie o seu próprio interesse, em detrimento do melhor interesse da companhia e dos demais acionistas. Na lei brasileira, esse regime especial está consagrado no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, e é em conformidade a ele que a análise deste voto se dá.

22. Em nenhum momento se questiona ou desafia a legitimidade da preponderância do controlador em situações nas quais não haja interesses externos que possam colocá-lo na difícil escolha entre privilegiar o seu próprio interesse em relação ao da companhia e ao dos demais acionistas.

23. Se todos os acionistas forem afetados igualmente por uma deliberação, todos terão incentivos para votar de acordo com o melhor interesse da companhia. No entanto, se um acionista for particularmente beneficiado, é significativo o risco de que ele venha a privilegiar seu próprio interesse; por isso, para proteger a legitimidade da decisão assemblear, é importante impedir que este acionista vote. Sobre esse assunto, vale transcrever trecho do voto da então Presidente Maria Helena Santana no Processo CVM nº 2009/13179, julgado em 9.9.2010, que tratava de conflito de interesses, mas que traz raciocínio válido também para a hipótese de benefício particular:

"Nesse ponto, creio ser importante mencionar o argumento por alguns levantado de que a adoção de um exame do conflito de interesses do acionista controlador que independa da apuração do caráter prejudicial do voto exercido levaria a consequências inaceitáveis, pois subverteria o princípio majoritário que rege ordinariamente as sociedades anônimas. Contra esse argumento, não tenho como deixar de ressaltar que a proibição do voto em caso de conflito de interesses procura, a bem da verdade, proteger a regra da maioria. Sem dúvida, em situações normais, o acionista controlador está em condição para decidir o que é o melhor para a companhia, inclusive em função dos deveres fiduciários que lhe são atribuídos pela lei. No entanto, nos casos de conflito, justamente em razão dos incentivos que tem para exercer o voto em favor de outros interesses que aqueles da companhia, isso deixa de ser verdade e a regra da maioria já não funciona corretamente, ou melhor, só pode funcionar corretamente se essa maioria não for formada pela vontade do acionista controlador. Afinal, a legitimidade da assembleia para deliberar sobre os assuntos de interesse da companhia parte do pressuposto de que a maioria é capaz de expressar o que é melhor para a companhia, o que, evidentemente, nos casos de conflito, só pode ser atingido caso o acionista interessado esteja impedido de votar.

Ademais, entendo que, em vista dos interesses em jogo, é mais proporcional conceder aos acionistas minoritários um direito de veto sobre uma transação a ser celebrada entre a companhia e o controlador do que permitir que este concentre em suas mãos o poder de tomar esta decisão por si mesmo, enquanto contraparte no contrato, e pela companhia. Com efeito, nas situações em que o conflito é evidente, em que o acionista controlador é chamado a defender, na celebração do negócio, tanto os seus interesses como os da companhia, me parece que o impedimento de voto oferece uma solução equilibrada, que tem por efeito prático conferir aos minoritários um direito de veto sobre a transação, colocando-os em posição mais paritária em relação ao acionista controlador que, por ser parte contratante, também pode desistir de fazer o negócio, se não estiver de outro modo convencido."

24. Desse modo, o impedimento de voto nasce da necessidade de expurgar da assembleia geral os acionistas que tenham interesses próprios na deliberação a ser tomada e que, por isso, possam privilegiá-los, preterindo os interesses da companhia. Em outras palavras, o impedimento de voto dos acionistas que possam se beneficiar de modo particular com a deliberação, seja na hipótese de benefício particular ou de conflito de interesses, é uma medida de proteção à legitimidade da assembleia e da decisão nela tomada.

25. Um dos principais argumentos utilizados contra o impedimento de voto é o de que operações benéficas deixariam de acontecer porque seriam barradas pelos acionistas desinteressados. Como já discutido em outros precedentes da CVM[2], o impedimento de voto não tende a barrar operações benéficas para a companhia.

26. Essas operações não tendem a ser barradas, mesmo quando os acionistas interessados não votam,

porque os acionistas desinteressados, em geral, não ganham nada ao impedi-las.[3] Não seria razoável assumir que investidores, em especial os profissionais[4], tipicamente mais bem informados e melhor equipados para uma análise crítica de propostas, deixariam o dinheiro de um bom negócio na mesa somente para barrar uma operação, se nada ganham em troca disso. O comportamento mais lógico para os acionistas desinteressados é que aprovelem operações que possam beneficiar a companhia.

27. De outro lado, parece que o risco de um comportamento irracional dos acionistas desinteressados (ou mesmo estratégico para conseguir vantagens indevidas) é menor que o risco de expropriação quando se permite que o acionista que se beneficia de modo particular de uma deliberação a imponha aos demais acionistas.

28. A operação sob análise é uma das inúmeras espécies de transações entre partes relacionadas. Tais transações tem sido identificadas, em diversos fóruns nacionais e internacionais de debate sobre governança corporativa, como uma das principais formas de expropriação de valor dos acionistas minoritários e condutas abusivas, razão pela qual tem merecido tratamento específico e mais rígido da regulação.[5]

29. Reconhecendo o mérito dessas discussões e o potencial de comportamentos abusivos nessas transações entre partes relacionadas, a CVM vem gradativamente sendo mais rigorosa a respeito delas. Não só dois dos pareceres de orientação mais emblemáticos e recentes da Autarquia tratam do assunto (Parecer de Orientação CVM nº 34, de 2006, e Parecer de Orientação CVM nº 35, de 2008), como também a SEP vem dando cada vez mais atenção para essas transações em sua supervisão e os Planos Bienais de Supervisão Baseado em Risco refletem essa preocupação[6]. Adicionalmente, as decisões do Colegiado, alargando o conceito de benefício particular e impedindo o voto em situações de conflito de interesses, também tem caminhado para um tratamento mais rigoroso da matéria[7]. A meu ver, essa rota evolutiva de tratamento mais rigoroso das transações que impliquem conflito de interesses, que vem sendo traçada ao menos desde 2006, não só aproxima o regime vigente do que está consagrado no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, mas também contribui para um tratamento equitativo dos acionistas e para o saudável desenvolvimento do mercado brasileiro.

30. Assim, voltando ao caso concreto, não seria razoável assumir que os acionistas não controladores da Oi rejeitassem a Operação que, ao menos em tese, se propõe a resolver problemas crônicos da estrutura societária da Companhia, ao mesmo tempo em que leva esta última ao segmento de listagem com regras mais rígidas de governança corporativa, se os termos da Operação forem razoáveis e no melhor interesse da Oi. E somente quem pode julgar, no interesse da Companhia, se as condições propostas pela administração e pelos controladores da Oi são razoáveis são aqueles acionistas que não se beneficiam de modo particular pela Operação.

31. Não se pode negar que a imposição de um impedimento de voto acrescenta custo à aprovação de operações dessa natureza, porque a deliberação passa a depender da realização de uma assembleia na qual a participação dos minoritários seja relevante – e isso também já foi reconhecido e analisado pelos precedentes da CVM. Porém, não há motivos para acreditar que esse custo impeça que tais transações sejam levadas a termo se forem boas para a companhia.

32. E a razão para isso é que esses custos da assembleia parecem ser uma questão de rotina tanto para a companhia quanto para os acionistas. As companhias convocam assembleias para deliberar sobre diversas matérias a todo tempo e os acionistas têm que participar dessas assembleias e se preparar para votar a todo tempo. A prova de que os custos de realização de assembleias e mesmo o de campanhas para a participação de minoritários não são proibitivos é a existência de companhias de capital disperso – que sobrevivem tendo que fazer esse esforço em relação a qualquer deliberação.

ii) Direito de Voto

33. O segundo comentário preliminar é sobre a natureza do direito de voto. Em inúmeras oportunidades no decorrer do recurso apresentado pela Companhia e nos pareceres juntados aos autos para corroborar sua tese, há afirmações no sentido de que o direito de voto é um direito essencial do acionista e que, por isso, o seu cerceamento deveria ser limitado a situações especialíssimas.

34. É preciso esclarecer que o direito de voto não é um direito essencial dos acionistas. Ele não está dentre aqueles eleitos pelo art. 109 da Lei nº 6.404, de 1976, e a lei, em inúmeras oportunidades, o utiliza com flexibilidade, como um instrumento de governança e composição de interesses dentro das companhias.

35. A começar, a lei permite a emissão de ações preferenciais sem direito a voto. Mas, também em diversos outros comandos, indica que o voto deve ser usado como um mecanismo de alinhamento de interesses dentro da companhia.

36. Um exemplo é o § 1º do art. 111 da Lei nº 6.404, de 1976, que determina que as ações preferenciais conferem o direito ao voto se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos. A configuração de controle de uma companhia pode mudar substancialmente por conta desse dispositivo e isso não é uma afronta ao princípio majoritário, é um reajuste de quem toma as decisões pela companhia em momentos especiais. Da mesma forma, a lei atribui ao titular de debêntures conversíveis a prerrogativa de vetar certas deliberações (mudança de objeto social e criação ou modificação de ações preferenciais em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures), por meio do § 2º do art. 57 da Lei nº 6.404, de 1976. Novamente, não se trata de uma afronta à maioria e sim de um mecanismo de composição de interesses dentro da companhia.

37. Em outras palavras, a lei brasileira usa o direito de voto como um mecanismo de governança e o atribui de acordo com a melhor forma de determinar o interesse social em dado momento. Na maior parte das vezes, quem melhor determina a vontade da companhia é o controlador, mas há situações especiais em que a lei atribui voto para quem não o tem ordinariamente e outras em que impede que vote aquele que ordinariamente detém esse direito. Esse é justamente o contexto em que se insere o art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976.[8]

iii) O benefício particular

38. O art. 115, § 1º estabelece que “[o] acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”.

39. Conforme já admitido pela CVM no Parecer de Orientação nº 34, de 2006, existe certo consenso na doutrina de que as duas primeiras hipóteses previstas no § 1º do art. 115 –(i) aprovação do laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; e (ii) aprovação de suas contas como administrador – são casos de impedimento de voto *a priori*, ou seja, casos de conflito *formal*. Em outras palavras, não interessa se o laudo pautado para deliberação está correto ou se a companhia tem interesse em adquirir os bens objeto do laudo que estão sendo conferidos ao seu capital: o acionista que os confere não pode votar para a aprovação da avaliação. O mesmo ocorre com a aprovação das contas. As contas podem estar absolutamente em ordem e o administrador ser competentíssimo e honestíssimo, como sempre se espera de um administrador, mas, ainda assim, ele não pode votar a aprovação das próprias contas. Segundo Comparato e Valladão França, essas vedações decorreriam da mera aplicação do princípio legal de que ninguém pode ser juiz de sua própria causa[9], de que ninguém está apto a dizer que uma transação que ele mesmo propõe é justa.

40. A questão se torna mais controversa em relação à terceira e à quarta hipóteses previstas na norma – (iii) em quaisquer outras deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular; e (iv) em deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

41. A terceira hipótese, da qual trata o presente caso, é a de deliberação que possa beneficiar “de modo particular” o acionista. A maior parte dos autores entende que a hipótese de “benefício particular” trata de um conflito formal e que, portanto, impede o direito de voto antes que ele possa ser proferido. Para esses autores, o impedimento do voto em caso de benefício particular surge do mesmo princípio jurídico que justifica as duas primeiras hipóteses, ou seja, do fato de que ninguém poder ser juiz em causa própria.

42. Aqui, como nas outras hipóteses de conflito previstas no §1º do art. 115, a constatação do impedimento de voto não envolve um julgamento sobre a licitude da deliberação a ser tomada. Espera-se que o acionista que é potencialmente favorecido esteja recebendo benefícios perfeitamente lícitos e conciliáveis com o interesse da companhia; mas o fato de ele ser beneficiado de modo particular, de a deliberação ter efeitos particulares em relação a ele, impede-o de votar[10].

43. A CVM tem se posicionado consistentemente no sentido de que, diante de uma deliberação que

conceda um benefício particular a um acionista, esse acionista está impedido de exercer o direito de voto. Esse entendimento tem sido manifestado tanto no contexto de processos sancionadores[11] quanto em resposta a consultas[12] e pareceres de orientação. No Parecer de Orientação nº 34, de 2006, a Autarquia afirmou, sobre as hipóteses de impedimento de voto, que: “[e]m resumo: é razoavelmente pacífico que a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76. Também é razoavelmente pacífico que em caso de benefício particular o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses”.

44. O objetivo desse parecer era identificar uma situação peculiar à época de sua edição, em que a CVM entendia haver interesse particular de certos acionistas e, por isso, impedimento de voto[13]. Ele sabiamente não se preocupou em definir todas as hipóteses de “benefício particular” e simplesmente indicou que aquela hipótese específica em discussão configurava um benefício particular.

45. O texto do Parecer de Orientação nº 34, de 2006, deixou em aberto, ao que parece propositalmente, a extensão do que a Autarquia entendia como benefício particular, ao afirmar que “o impedimento de voto, portanto, se dá pela especificidade do benefício, pela particularidade de seus efeitos em relação a um acionista, comparado com os demais”. É nessa última frase que reside a segunda polêmica doutrinária a respeito da hipótese de conflito de interesses por benefício particular. O que o Parecer de Orientação parece dizer é que, diante de um caso concreto, para a caracterização de um benefício particular, é importante averiguar se da deliberação decorrerá efeitos diferentes, particulares, para acionistas de uma mesma classe e espécie.

46. Há, na doutrina, uma nuance de entendimento quanto à extensão do que é benefício particular. Com base na interpretação que se fazia do Decreto Lei nº 2.627, de 1940 (que disciplinava as sociedades anônimas antes de 1976) e alguma doutrina estrangeira, em especial a italiana[14], boa parte dos autores e alguns dos pareceres trazidos pela Oi defendem que esse benefício particular se restringe àquele recebido pelo acionista na sua qualidade de acionista, ou seja, aquele que rompe a igualdade entre os sócios enquanto tais[15].

47. Outros – esses menos numerosos – defendem que o benefício particular abrange qualquer benefício a ser concedido ao acionista como decorrência de uma deliberação, desde que não seja extensível aos demais. Esse também tem sido o entendimento da CVM. Essa interpretação tem base no fato de que entender que o benefício particular somente ocorre quando a igualdade é quebrada em relação aos direitos e benefícios que um agente tem na qualidade de acionista seria irrealista, “vazi[o] de utilidade e em descompasso com a atual realidade das companhias abertas”[16], dado que a própria lei societária, no art. 109, ao tratar dos direitos essenciais dos acionistas, já inclui e pressupõe o direito de os acionistas serem tratados de maneira idêntica, quando detentores da mesma espécie e classe de ações[17].

48. Assim, a concessão de qualquer benefício particular a um acionista e não a outros detentores do mesmo tipo de ação já seria impossível. Em outras palavras, a regra do art. 109, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, levaria à nulidade qualquer deliberação assemblear que pretendesse conferir direitos especiais a certos acionistas, na condição de acionista, independentemente da discussão sobre o impedimento de voto trazida pelo art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

49. Dessa forma, a única interpretação que poderia dar sentido à letra da lei seria a de que o benefício particular lá referido é mais amplo e envolve qualquer situação em que um acionista se beneficie, de maneira particular, de uma deliberação tomada em assembleia. Por esse motivo, a CVM firmou entendimento de que o benefício particular de que trata a Lei nº 6.404, de 1976, abrange qualquer benefício a ser concedido por conta da deliberação assemblear, independentemente de estar ou não relacionado à condição de acionista.

50. Assim, conforme os precedentes da CVM e, na minha opinião, a melhor interpretação da Lei nº 6.404, de 1976, qualquer deliberação que possa beneficiar um acionista de maneira particular configura a hipótese de benefício particular de que trata o art. 115, § 1º e impede que o acionista beneficiado vote em referida deliberação.

51. No entanto, essa determinação não é suficiente para resolver o presente caso. Há quatro outras questões, apresentadas pela Companhia em defesa de sua tese sobre a inexistência de benefício particular que ainda não foram enfrentadas, ao menos não de forma direta, pela doutrina ou por precedentes da CVM.

52. A primeira questão é se a deliberação da assembleia geral precisa ter como objeto exatamente o ato que concede o benefício particular ou se basta que seja uma decorrência da deliberação. Nesse sentido, a Companhia apresentou o precedente criado pelo Processo Administrativo CVM RJ2006/6785 que diferencia interesses indiretos de benefício particular.

53. O segundo argumento trazido pela Companhia é o fato de que alguns acionistas da TelPart detêm mais ações diretamente na Oi do que a exposição proporcional que têm por meio da TelPart. Com base nisso, seus interesses estariam mais alinhados ao dos não controladores, legitimando, de alguma forma o exercício do direito de voto por esses acionistas.

54. A terceira questão nasce dos recorrentes argumentos das peças apresentadas pela Companhia no sentido de que o Aumento de Capital da Oi trata todos os acionistas igualmente e que, por isso, eles não estariam sendo afetados pelas transferências financeiras havidas entre a Portugal Telecom e os acionistas da TelPart nas **holdings**, de modo que os acionistas da Oi não estariam sofrendo qualquer impacto ou prejuízo – requisito de que, alegam, dependeria a configuração de um benefício particular.

55. A Companhia argumenta que a Operação é o resultado de uma negociação entre partes independentes e, conforme decidido no Processo CVM nº RJ 2008/10832, em 10.7.2012, a negociação entre partes independentes seria meio legítimo de confirmar a adequação das relações de troca ou preços atribuídos as ações em operações societárias, ainda que tenham sido utilizados critérios distintos de avaliação para diferentes classes e espécies.

56. Esses debates são importantes porque a CVM sempre foi muito cuidadosa com a identificação das hipóteses de impedimento de voto. A fim de evitar que, sob o pretexto de se coibir os conflitos de interesses, houvesse um excessivo cerceamento ao exercício do direito de voto pela mesa diretora dos trabalhos da assembleia, a CVM tentou impedir que os componentes da mesa pudessem arbitrar, no momento da assembleia, quem vota e quem não vota em decorrência de um eventual benefício particular ou conflito de interesses. Como resultado, a Autarquia esclareceu que o destinatário das normas de conflito é o acionista e é ele quem deve se declarar impedido.

57. A esse respeito, a então presidente Maria Helena Santana, afirmou (em relação à hipótese de conflito de interesse, mas, no meu entender aplicável também ao caso de benefício particular): “[a]credito que só se deva impedir o acionista de exercer o voto com base nesse fundamento, quando, no caso concreto, verificar-se, de maneira evidente, o interesse particular em jogo na deliberação. (...) Há casos, porém, em que o conflito não é tão facilmente identificável. Nesse caso, ainda que a mesa não deva impedir o acionista de votar, a proibição de voto continua a valer. Afinal, o principal destinatário da norma é o próprio acionista, que deve, portanto, verificar se está impedido ou não de votar. Da mesma forma, caso o conflito só seja detectado após a realização da deliberação, nada impede que o voto do acionista seja impugnado. Em todo caso, cabe ressaltar que, a meu ver, o conflito de interesses se configura independentemente da comprovação de prejuízo à companhia, pelas razões já expostas.”[18] Preocupação similar foi externada pelos diretores Alexandro Broedel e Otavio Yazbek no mesmo caso.

58. A preocupação da CVM em limitar o impedimento de voto em situações em que ele não seja claramente identificado *a priori* era, portanto, de impedir o julgamento desses casos pela mesa da assembleia geral. No entanto, não é disso que trata o caso em tela. A Companhia não nega que a Operação, como um todo, confira um benefício econômico diferente e maior para os acionistas da TelPart. O argumento da Companhia é que a deliberação de que trata a AGE - Oi não versa exatamente sobre esse sobrevalor que os acionistas de TelPart receberão por meio da Operação. Em outras palavras, as Deliberações para o Aumento de Capital, discutidas na seção abaixo, não tratam do benefício que os acionistas da TelPart receberão no âmbito da TelPart e, por isso, não haveria impedimento de voto.

iv) O benefício como objeto da deliberação ou decorrência dela

59. O primeiro argumento trazido pela Companhia em defesa da tese de que não haveria benefício particular é o de que somente haveria impedimento de voto se o benefício econômico resultante da Operação “constituísse o próprio objeto ou fosse decorrência direta da deliberação”[19]. Ou seja, em situações em que o benefício percebido por alguns acionistas não seja objeto direto da deliberação assemblear, para a Companhia, não há que se falar em benefício particular ou impedimento de voto.

60. A assembleia geral em que se questiona o voto da TelPart e seus acionistas foi convocada para

deliberar sobre: (i) aprovação da proposta de alteração do limite do capital autorizado da Companhia, com a consequente alteração do artigo 6º do Estatuto Social; (ii) ratificação da contratação do Banco Santander (Brasil) S.A. para elaboração do laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom conferirá ao capital da Companhia (definido no relatório como o "Laudo de Avaliação"); (iii) aprovação do laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom conferirá ao capital da Companhia (definidos no relatório como os "Ativos PT"); e (iv) aprovação da proposta de valor dos Ativos PT, para fins de sua contribuição em integralização de ações a serem emitidas pela Companhia (conjuntamente "Deliberações para o Aumento de Capital", sendo a assembleia referida no relatório como "AGE - Oi").

61. Nenhum dos itens da ordem do dia trata diretamente da etapa da Operação que se dá nas **holdings** e na TelPart – ou seja, a assembleia não delibera (e nem poderia deliberar) sobre a emissão das Debêntures Holdings e Debêntures TelPart. E é por meio da integralização dessas debêntures que o tratamento econômico mais benéfico é conferido aos atuais acionistas da TelPart.

62. No entanto, conforme esclarecido pela Companhia "todas as etapas da operação serão contratadas como uma operação única, de forma a garantir sua execução integral, o que constitui condição essencial para a consumação da Operação e a concretização da Aliança Industrial". Em outras palavras, as Deliberações para o Aumento de Capital são condições sem as quais não há a concessão do benefício econômico no âmbito da TelPart. E o contrário também é verdadeiro, se as debêntures conversíveis em ações não forem integralizadas (e os acionistas da TelPart não receberem o benefício econômico na forma de integralização das debêntures e pagamento das dívidas), a integralização dos Ativos PT é reversível. Por isso, acredito que a Operação e seus efeitos devam ser considerados, como indicou a Companhia e fez a SEP, como um único negócio jurídico, apesar de formado por uma série de atos e etapas.

63. A Companhia justificou seu entendimento com um precedente da CVM que tenta diferenciar benefício particular de interesses indiretos. Referido precedente diz o que segue: "Exemplifique-se com o acionista que, endividado, vota a favor da distribuição de dividendos, contando com os recursos para saldar sua dívida. Ou do acionista que vota no mesmo sentido sabendo que deve o preço de subscrição de outras ações emitidas pela mesma companhia, e precisa dos recursos para quitá-lo. Em ambos os casos, será preciso determinar que o voto foi proferido contra o interesse da companhia — isto é, que não era conveniente para a empresa distribuir dividendos —, sem o que o voto é válido. É certo que o interesse econômico indireto de um acionista que seja titular de ações de mais de uma espécie e classe poderá determinar seu voto em favor da deliberação que beneficiar mais intensamente a classe ou espécie em que tenha maior participação. Essa possibilidade ocorre rotineiramente, mas só encontra limite nas normas relativas ao voto abusivo estabelecidas pelo próprio art. 115 da Lei das S.A. Essa hipótese, no entanto, difere completamente, do ponto de vista conceitual e estrutural, dos casos de benefício particular em que se admite o impedimento do voto da pessoa do acionista." [20]

64. Faço três objeções ao uso desse precedente para justificar a tese da Companhia. Preliminarmente, observo que nele não se discutia uma operação que ocorria em várias etapas. A preocupação do caso era verificar se acionistas titulares de mais de uma classe de ações que houvessem recebido tratamento mais benéfico em uma das classes poderiam votar com ações de outras classes. Era um caso em que existia um impedimento de voto de determinados acionistas por receberem um benefício particular em relação a uma classe de ações, mas limitava tal impedimento à classe e espécie de ações beneficiadas, permitindo que o mesmo acionista votasse com as demais classes.

65. Dito isso, o primeiro motivo pelo qual entendo que o precedente citado não ajuda a corroborar a tese da Companhia de que somente aquilo que é objeto direto da deliberação pode constituir um benefício particular é o fato de que, mesmo nele, não se descartou a possibilidade de o acionista estar impedido de votar por ser terceiro beneficiado. Logo antes do trecho citado pela Companhia, o autor do voto afirma: "[q]ualquer outra solução determinaria, necessariamente, a análise do interesse econômico que os acionistas indiretamente (e não como contrapartes, terceiros beneficiados ou conjunto de acionistas beneficiado) teriam em uma certa deliberação societária. Essa discussão, a meu ver, deslocaria o tema do campo do benefício particular, como modalidade de vantagem que impede objetivamente o voto, para um de outros dois campos: (i) o do conflito de interesses, nos casos em que for possível aferir, a posteriori, se o voto dado pelo acionista em defesa de seu próprio interesse **e contra** o interesse da companhia; (4) (ii) o do voto abusivo, se for possível verificar que o voto foi proferido 'com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas' (art. 115 da Lei 6.404/76)."

66. Assim, o voto considerou que o benefício particular poderia advir de três situações distintas: (i) do fato de o acionista ser contraparte em um contrato com a companhia; (ii) do fato de o acionista ser detentor de

uma classe de ações que recebe um benefício; e (iii) do fato de o acionista ser terceiro beneficiado. Estando o acionista em uma dessas três situações, configurar-se-ia o benefício particular e, por consequência, o impedimento de voto. Caso não se configurasse nenhuma dessas três situações, poder-se-ia falar em conflito de interesses ou voto abusivo.[21]

67. Portanto, o autor do voto, mesmo quando defendendo que um interesse econômico indireto não poderia configurar benefício particular, ressaltou que essa vantagem econômica capaz de ensejar a configuração do benefício particular poderia ocorrer quando o acionista fosse um “terceiro beneficiado” de um arranjo contratual externo à condição de sócio da companhia e fosse beneficiado por um contrato com a companhia.

68. Essa parece ser exatamente a situação dos acionistas da TelPart com relação aos arranjos estipulados pelo MOU. Mesmo sem serem signatários do MOU, os acionistas da TelPart são terceiros que se beneficiam pelos acordos lá firmados. A Operação, conforme acordada por meio do MOU, os beneficia de modo diferente, particular e mais benéfico, se comparado aos demais acionistas titulares da mesma classe e espécie de ação emitida pela Oi. Isso porque os arranjos da Operação avaliam as ações da Oi detidas pela TelPart de acordo com um critério que lhes atribui um prêmio, além de assegurar a equalização das dívidas que tais acionistas indiretamente possuem nas **holdings** e na TelPart.

69. Dessa forma, mesmo sob a ótica do precedente utilizado pela Companhia, o benefício econômico recebido pelos acionistas da TelPart configura um benefício particular para os fins do art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

70. Esse fato me leva ao segundo motivo pelo qual acredito que o presente caso se distancia do conceito de interesses indiretos de que trata o precedente e, a bem dizer, toda a doutrina a respeito do assunto. Todos os exemplos de interesses indiretos que não justificariam o impedimento de voto trazidos pela doutrina, pelos precedentes e pelas peças juntadas aos autos pela Companhia são, de certo modo, alheios à deliberação da assembleia; a existência desses interesses nunca depende da deliberação assemblear, como no caso da Oi.

71. Assim, no exemplo sobre o acionista endividado que vota pela distribuição de dividendos, citado pela Companhia, a dívida do acionista pré-existe, não está condicionada às decisões assembleares e não será modificada por elas. O interesse indireto do acionista é alheio à deliberação e aos resultados dela decorrentes, os quais não têm o condão de beneficiá-lo de modo particular. Circunstancialmente, é mais conveniente para esse acionista do que para outros perceber dividendos naquele momento, mas ele não é tratado de maneira mais benéfica como uma decorrência da deliberação assemblear, nem sua vantagem nasce da própria deliberação.

72. O caso em análise nada tem em comum com essa situação. O benefício dos acionistas da TelPart nasce justamente da Operação e somente sobrevive se ela ocorrer em sua inteireza. Em outras palavras, a Operação foi contratada de forma tal que o Aumento de Capital da Oi é condição necessária para a concessão do benefício econômico aos acionistas da TelPart, da mesma forma que a aprovação do Laudo de Avaliação e do valor dos Ativos PT somente acontece e se justifica como decorrência de todos esses arranjos contratuais.

73. O benefício econômico concedido aos acionistas da TelPart não é uma consequência circunstancial do Aumento de Capital da Oi e da integralização com os Ativos PT, nem se assemelha de qualquer outra forma a um interesse alheio à Companhia, como o de um acionista endividado que vota pela distribuição de dividendos. Sem as deliberações a serem tomadas na AGE - Oi, não haverá como realizar o aumento de capital contratado e, portanto, não haverá integralização das Debêntures Holdings, subscritas pela Portugal Telecom e **holdings**, nem das Debêntures TelPart.

74. Se não houver integralização dessas debêntures, o Aumento de Capital da Oi e a integralização em bens são reversíveis. Assim, quem aprova o aumento do limite do capital autorizado, o Laudo de Avaliação e o valor dos Ativos PT, nesse contexto específico, está aprovando as condições necessárias para que todas as etapas da Operação ocorram, porque todas elas dependem das Deliberações para o Aumento de Capital e desse aumento propriamente dito, conforme a proposta feita pela Companhia.

75. A Companhia traz ainda o voto do Diretor Otávio Yazbek no Processo CVM nº RJ2011/9011, no qual o diretor, analisando a reorganização societária do Grupo Oi havida em 2012, pela qual houve a incorporação de

ações da Telemar Norte Leste S.A. pela Coari Participações S.A., e nas incorporações da Coari Participações S.A. e da Tele Norte Leste Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A., sendo que, ao fim, esta última companhia concentrou todas as participações acionárias no Grupo Oi.

76. Na operação de 2012, a Tempo Capital questionava o direito de voto dos controladores diretos e indiretos na assembleia geral extraordinária da Brasil Telecom S.A., convocada para aprovar as incorporações da Coari Participações S.A. e da Tele Norte Leste Participações S.A., além de uma bonificação em ações resgatáveis de emissão da Brasil Telecom S.A. a serem atribuídas para os acionistas da Brasil Telecom S.A. anteriores às incorporações, as quais seriam imediatamente resgatadas em dinheiro e pagas proporcionalmente à participação de cada acionista no capital social.

77. O entendimento da Tempo Capital sobre a operação de 2012 era de que, a bonificação concedida aos acionistas da Brasil Telecom S.A. teria como objetivo assegurar a manutenção do controle acionário da Telpart sobre a Brasil Telecom S.A. Na análise do caso, a SEP entendeu que esse argumento não fazia sentido *“pois, mesmo sem a sua distribuição, os acionistas controladores diretos e indiretos da BrT [Brasil Telecom S.A.] ainda seriam titulares de mais de 50% do capital votante ao fim da Reorganização Societária.”*[22]

78. A Companhia justificou que a bonificação deliberada era uma forma de devolver caixa a todos os acionistas da Brasil Telecom S.A., antes que as incorporações ocorressem, uma vez que as ações concedidas por conta da bonificação seriam imediatamente resgatadas. Os recursos utilizados para o resgate eram da Brasil Telecom S.A., todos os seus acionistas foram tratados da mesma maneira e as relações de troca nas incorporações foram ajustas para refletir essa bonificação.

79. No caso analisado em 2012, a principal conclusão a que a área técnica e o Diretor Otavio Yazbek chegaram foi a de que o benefício aventado pela Tempo Capital, qual seja *“assegurar o controle”*, não existia porque o controle já estava assegurado ainda que não houvesse as bonificações: *“creio que as Companhias lograram, além disso, demonstrar que, para tais efeitos, a bonificação produziria efeito bastante reduzido, ou seja, mesmo caso ela não seja realizada, restará consolidada a posição de controladora da TmarPart. Daí porque afasto os questionamentos trazidos também neste ponto”*[23]. Não havia, e nunca foi sequer alegado, que a bonificação trouxesse um benefício econômico distinto e mais benéfico, e o benefício político supostamente conferido, inexistia – ou seja, as bonificações não faziam parte de qualquer mecanismo de tratamento mais benéfico dos controladores e tratava acionistas controladores e não controladores uniformemente.

80. Entendo que o Diretor, correta e cautelosamente, não votou pelo impedimento de voto porque não conseguiu identificar um benefício particular relacionado ou dependente do mecanismo de bonificação e assim afirmou diante deste contexto bastante diferente do presente caso (em que há um benefício econômico evidente): *“não é possível estender a hipótese de vedação de voto de maneira irrestrita, de modo a abranger operações sobre as quais não se está decidindo em um primeiro momento.”*

81. Embora entenda que a CVM deva continuar sendo bastante cautelosa com a identificação das hipóteses de impedimento de voto para que não se incorra em cerceamento indevido desse direito, bem como que interesses indiretos não causem tal impedimento, não vejo como, no caso da Companhia, dizer que o Aumento de Capital da Oi não é uma condição necessária para o benefício econômico percebido pelos acionistas da TelPart.

82. Nesse sentido, entendo que o benefício econômico percebido pelos acionistas da TelPart, na qualidade de consequência necessária do Aumento de Capital da Oi, está embutido indissociavelmente no que se delibera na AGE - Oi. Por isso, o fato de essa assembleia ter como objeto as Deliberações para o Aumento de Capital e não o mecanismo específico de concessão do benefício particular não impede a configuração desse benefício.

83. Nesse contexto, é mandatório concluir que os acionistas da TelPart se beneficiam de modo particular das Deliberações para o Aumento de Capital e estão impedidos de votar na assembleia geral da Oi que delibere sobre esses temas.

v) *Extensão do impedimento de voto*

84. Alguns acionistas da TelPart têm participações diretas na Oi que superam sua exposição indireta por meio da TelPart. Por esse motivo, a Companhia argumenta que os interesses deles estariam alinhados aos interesses dos acionistas não controladores e que, portanto, eles poderiam votar na AGE - Oi. Para debater esse argumento também se emprestou uma discussão havida no Processo CVM nº RJ2006/6785, notadamente sobre a extensão do impedimento de voto.

85. O voto vencedor em referido precedente diz que: “[q]uando o impedimento de voto decorrer de benefício particular que se produz na esfera jurídica da pessoa do acionista — necessariamente decorrente de uma situação extrínseca a sua qualidade de acionista, por conta da proibição de tratamento personalíssimo —, tal benefício determinará a vedação pessoal ao voto daquele acionista. Nesse caso, portanto, o acionista não poderá votar com quaisquer ações que detenha. (...) Quando, entretanto, o impedimento de voto alcançar uma categoria de acionistas, porque decorra de um benefício que se produz igualmente por toda essa categoria (como nos casos do Parecer de Orientação 34), ele não se estende à pessoa do acionista, que, portanto, poderá votar com as ações das espécies ou classes não impedidas de que for titular.”[24]

86. Referido precedente distingue impedimentos de voto personalíssimos de impedimentos ligados à detenção de uma classe de ações beneficiadas, concluindo que quando se estivesse diante das duas primeiras hipóteses de impedimento de voto (isto é, (i) aprovação do laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; e (ii) aprovação de suas contas como administrador), por tratarem de benefício que se produz por força de uma situação subjetiva, ligada à pessoa do acionista, o impedimento seria dessa pessoa, quaisquer que fossem as ações de sua titularidade, e com todas elas.

87. Por outro lado, quando o impedimento tivesse origem em um benefício atribuído a toda uma classe ou espécie de ações, tal impedimento não alcançaria a pessoa do acionista, com as demais ações de que fosse titular, de outra classe ou espécie – e o voto condutor dá inúmeras razões para tal entendimento.

88. A aplicação desse precedente ao caso da Oi apresenta alguns desafios porque, embora os acionistas da TelPart tenham ações beneficiadas, eles também possuem ações diretamente na Oi, portanto, ações sem benefício. No entanto, tais ações podem pertencer à mesma classe e espécie das primeiras. Ou seja, o mesmo acionista detém, indiretamente, ações beneficiadas e, diretamente, ações sem benefício.

89. A discussão que referido precedente talvez pudesse acrescentar na análise do caso da Oi é se o impedimento de voto da TelPart na AGE - Oi impediria também que os acionistas da TelPart votassem com as ações detidas diretamente no capital da Oi, um vez que estas não são objeto de avaliação distinta no âmbito da TelPart e, portanto, não estão sendo beneficiadas. Na lógica da decisão do Processo CVM RJ2006/6785, talvez se pudesse argumentar que somente as ações beneficiadas detidas pela TelPart estivessem impedidas de votar, mas não que a própria TelPart pudesse votar. Ainda assim, mesmo na lógica do precedente, ter-se-ia que ultrapassar o fato de que o impedimento decorre de uma situação extrínseca a sua qualidade de acionista da Oi.

90. O voto vencido do Diretor Pedro Marcílio, trazido por um dos pareceres em defesa da tese da Tempo Capital, sugere outra lógica para determinar se um acionista está impedido de votar quando ele tem ações beneficiadas e ações que não sejam beneficiadas (no precedente, de ações de classes diferentes; aqui, ações da mesma classe). No precedente, o Diretor sugere que, para saber se o acionista pode votar, “é preciso saber se o ‘benefício particular’ está sendo a ele atribuído ou não. Existirão casos em que essa resposta é afirmativa e outros em que a resposta é negativa: se o ‘benefício’ recebido em decorrência da titularidade do conjunto de suas ações ordinárias for inferior (ou igual) ao ‘custo’ incorrido em decorrência da titularidade do conjunto de suas ações preferenciais, o acionista não terá ‘benefício particular’, pois terá suportado, ele próprio o ‘custo’ de seu ‘benefício’. Caso, no entanto, o ‘benefício’ recebido seja superior ao ‘custo’ (e, portanto, ele venha a possuir, após a Reestruturação Societária parcela maior do capital social da companhia resultante) tem-se que o acionista não poderá votar, pois está recebendo um ‘benefício particular’ em decorrência da deliberação assemblear”.

91. Aplicado ao caso concreto, referido raciocínio implicaria a necessidade de se determinar com precisão qual o prêmio aferido na TelPart, valor que continua sob discussão, e qual o valor do desconto atribuído às ações no Aumento de Capital da Oi que será feito no futuro (custo, nas palavras usadas no precedente). No raciocínio proposto por este voto vencido, para se verificar se um acionista da TelPart poderia votar na AGE - Oi seria necessário calcular o benefício financeiro que esse acionista obtém com o prêmio e o montante financeiro que ele “perde” com a diluição causada pelo aumento para avaliar se o primeiro supera o “custo”

causado pelo aumento de capital. Caso isso ocorresse, referido acionista estaria impedido de votar. Se, ao contrário, a diluição superasse o montante arrecadado com o prêmio, então tal acionista poderia votar.

92. Mas, como admitido pelo próprio autor do voto, a solução proposta tem problemas práticos para implementação, já que, em geral, é muito difícil fazer essa conta. Por exemplo, no caso concreto, não se sabe ao certo qual é o prêmio atribuído às ações de emissão da Oi detidas pela TelPart e o valor pelo qual os acionistas serão diluídos somente será conhecido na Oferta, que ocorrerá depois da AGE - Oi.

93. A minha discordância com esta solução não se deve somente às dificuldades práticas que ela implica. Ainda que estivéssemos diante de uma conta em que se pudesse ponderar com alguma precisão o benefício e o custo e concluíssemos que o "custo" prevalece, ainda assim teríamos que o "custo" desse acionista seria sempre menor do que o custo dos demais acionistas, porque o benefício compensaria uma parte desses custos ao menos em parte. Ainda que arcando com algum custo, esse acionista estaria sendo beneficiado de maneira particular se sua situação fosse comparada à dos demais.

94. Dito isso, não acredito que deva prevalecer o argumento de que os acionistas da TelPart possam votar com as ações que detenham diretamente na Oi, ainda que sua participação direta em Oi supere sua participação indireta detida por meio da TelPart. Tais acionistas, ainda que em proporções e volumes diferentes, permanecem tratados de modo mais benéfico e diferente dos demais acionistas da Oi. Por isso, acompanho o entendimento da SEP no sentido de que nenhum acionista de TelPart poderá votar com as ações que detenha diretamente na Oi.

vi) *Impacto ou prejuízo*

95. Outro argumento que, de alguma maneira, está presente em várias das peças em defesa da tese da Companhia é o de que o benefício econômico conferido aos acionistas da TelPart não teria um impacto para os acionistas da Oi ou, ao menos, não um impacto diferente do que ele teria para os acionistas da TelPart, uma vez que todos serão diluídos igualmente no Aumento de Capital da Oi.

96. Para a Companhia, as transferências financeiras havidas entre a Portugal Telecom e os acionistas da TelPart seriam indiferentes para os acionistas da Oi, uma vez que elas não teriam qualquer efeito na participação que a TelPart detém na Oi e, portanto, não diluiriam os demais acionistas da Oi, ao menos não mais do que todos os acionistas, inclusive a TelPart, serão diluídos. E, sem esse impacto, os acionistas desinteressados não teriam legitimidade para decidir isoladamente sobre as Deliberações para o Aumento de Capital.

97. Eu tenho dois problemas com esse argumento: um de ordem jurídica e outro de ordem material. Sob o aspecto legal, é importante notar que o §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, não exige um impacto ou um prejuízo para o acionista ou para a companhia. Não há nada na letra do dispositivo que permita essa inferência.

98. Discussão semelhante havia em relação à hipótese de impedimento de voto por conflito de interesses e foi enfrentada com muita clareza no Processo CVM nº 2009/13179, julgado em 9.9.2010, pelos votos do Diretor Marcos Pinto e da Presidente Maria Helena Santana. Naquela oportunidade, esses diretores explicaram porque exigir a verificação de prejuízo à companhia ou aos acionistas para configuração do impedimento de voto em decorrência do conflito de interesses faria desse instituto um conceito jurídico ocioso, dispensável frente à proibição geral ao abuso de direito de voto, prevista no **caput** do art. 115. Acredito que o mesmo seja possível dizer a respeito do conceito de benefício particular.

99. O **caput** do art. 115 já considera "*abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas*". Se do benefício particular tivesse que decorrer necessariamente um prejuízo para que fosse capaz de impedir o voto, o **caput** do art. 115 ficaria sem função. Isso porque o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou aos demais acionistas já é sancionado pela lei em razão do seu caráter abusivo; seria totalmente desnecessária a previsão de impedimento de voto somente diante de um benefício particular ou conflito de interesses que só se configurasse quando identificado o prejuízo.

100. Assim, sob o ponto de vista legal, não só a lei não exige que exista um prejuízo ou um impacto diferente aos acionistas não interessados, mas também uma interpretação sistemática do comando,

conjugando-o com o **caput**, não permite deduzir essa inferência. E com isso também acredito que se rebata o argumento de que os acionistas desinteressados, por não sofrerem prejuízo ou impacto diferente dos demais acionistas, não estariam legitimados a sozinhos aprovar ou rejeitar as Deliberações para o Aumento de Capital.

101. Isso porque o objetivo do §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, não é dar voz a quem sofre os impactos da operação, mas sim, como já discutido no item sobre o princípio majoritário, garantir a legitimidade da assembleia para deliberar sobre os assuntos de interesse da companhia. Ele parte do pressuposto de que a maioria é capaz de expressar o que é melhor para a companhia, mas, nos casos de conflito ou de benefício particular, isso somente pode ser atingido caso o acionista que se beneficie da decisão de modo particular ou tenha um conflito de interesses em relação à deliberação a ser tomada esteja impedido de votar.

102. O impedimento de voto não tem por base uma legitimidade especial dos acionistas desinteressados – eles são legitimados a votar porque são acionistas da companhia e, portanto, poderiam votar em qualquer assembleia. Esses acionistas não têm um interesse conflitante nem são beneficiados de modo particular pela deliberação, de forma que não há porque desconfiar que não votariam no melhor interesse da companhia.

103. Trata-se de situação diferente das assembleias especiais previstas na lei societária, que são chamadas para aprovar propostas que alteram direitos específicos de certos acionistas ou mesmo debenturistas, nas quais o que justifica o voto é a natureza da deliberação e o impacto que ela tem sobre esse grupo de acionistas ou debenturistas. Aqui, todos os acionistas são, em princípio, legitimados a votar. Essa legitimidade somente é questionada quando se identifica que algum deles pode ser beneficiado pela deliberação de modo particular. A possibilidade de ele privilegiar os próprios interesses aos da Companhia tira dele a prerrogativa de votar.

104. Mas, ainda que fosse necessário um impacto aos acionistas desinteressados, ainda que a lei assim exigisse, coisa que só admito para efeito argumentativo, só se pode dizer que não há efeito para os acionistas da Oi se a Operação for analisada de maneira fatiada – de fato, no Aumento de Capital da Oi todos os acionistas são tratados igualmente. Mas, se olharmos para a Operação como quer a Companhia, *“todas as etapas da operação serão contratadas como uma operação única, de forma a garantir sua execução integral, o que constitui condição essencial para a consumação da Operação e a concretização da Aliança Industrial”*.

105. Embora não pareça haver irregularidades com a estrutura da Operação e provavelmente tal estrutura tenha sido a solução possível e aceitável pelos atuais controladores da Companhia para solucionar os problemas crônicos de governança, essa estrutura afeta todos os seus acionistas. Os aportes de capital nas **holdings** e na TelPart e o conseqüente equacionamento de suas dívidas têm conseqüências tanto na relação de troca estabelecida para a Incorporação de Ações da Oi, que não poderiam ignorar referidas dívidas, quanto no volume necessário para o Aumento de Capital da Oi.

106. Acredito fortemente que não cabe à CVM interferir na estrutura de operações ou preferir um mecanismo de se atingir certos objetivos a outros existentes. A não ser que haja indícios de quebra dos deveres fiduciários dos administradores e controladores, a CVM deve confiar que essas estruturas foram as melhores possíveis obtidas em um processo de negociação leal e diligente. No entanto, isso não se confunde com entender que a estrutura da Operação não impacta os acionistas – ela impacta diretamente as relações de troca na Incorporação de Ações da Oi e o Aumento de Capital da Oi conforme acima descrito.

107. Não fossem esses impactos diretos, ainda haveria os indiretos. O Aumento de Capital da Oi é cerca de duas vezes o atual capital dessa Companhia – os acionistas serão diluídos à participação de cerca de 1/3 do que tinham antes da Operação. A estrutura de controle da Oi será completamente alterada pela Operação e as regras de governança a que a TelPart – sociedade para a qual migrarão os acionistas da Companhia – se sujeitará são diferentes também. Os impactos para os acionistas desinteressados são inúmeros.

108. Assim, embora eu não acredite que, para efeito de configuração da hipótese de benefício particular, seja necessário um prejuízo ou um impacto para os acionistas não beneficiados, ainda que esse impacto fosse necessário, entender que o benefício particular conferido aos acionistas da TelPart não impacta a Operação como um todo e os acionistas da Oi seria, em minha opinião, uma perspectiva um pouco míope da situação.

vi) *A Operação como fruto de uma negociação entre partes independentes*

109. A Companhia argumenta que a Operação é resultado de uma negociação entre partes independentes – de um lado, a Portugal Telecom e companhias a ela ligadas, de outro, a TelPart e seus acionistas. Para a Companhia, este fato seria suficiente para confirmar a adequação dos preços e relações de troca propostos na Operação.

110. Para corroborar o seu argumento, a Companhia menciona a decisão do Processo CVM nº RJ 2008/10832, julgado em 10.7.2012, em que a CVM entendeu que a utilização de critérios diferentes para avaliação de classes diferentes de ações não constituía benefício particular desde que tais critérios fossem objetivamente verificáveis. Mais que isso, a CVM reiterou o seu entendimento de que o processo de negociação entre partes independentes é um critério objetivamente verificável que tende a tornar comutativa as condições estabelecidas em uma operação.

111. Acredito que dois aspectos distanciam a Operação do precedente trazido pela Companhia. O primeiro é em relação à independência das partes e o segundo em relação ao tratamento equitativo dos acionistas de uma mesma classe e espécie.

112. O caso mencionado analisava a fusão entre o Unibanco e o Itaú. Naquela operação foram utilizados critérios diferentes para determinar as relações de troca de ações ordinárias e preferenciais. Para as ações ordinárias do Unibanco e do Unibanco Holdings, as relações de troca foram fixadas com base em negociação entre os acionistas controladores do Unibanco e do Itaú Holding Financeira; e para as ações preferenciais, a relação de troca foi fixada com base na cotação média de mercado.

113. Acredito que esse precedente tenha esclarecido duas questões importantes, mas nenhuma delas ajuda a companhia em seus argumentos. O precedente esclareceu que (i) pode-se adotar critérios de avaliação diferentes entre espécies distintas de ações emitidas por uma companhia, uma vez que não há fundamento legal para se exigir que o tratamento conferido às diferentes classes seja idêntico ou para se exigir que o critério de avaliação seja o mesmo; e que (ii) um dos critérios pode ser a negociação entre partes independentes.

114. Há duas diferenças importantes no caso da Oi. A primeira é que, no precedente citado, ações de uma mesma classe e espécie foram tratadas uniformemente, conforme exigido por lei. Tanto as ações ordinárias do controlador, quanto as ações ordinárias dos minoritários tinham a mesma relação de troca e, por isso, o Colegiado considerou que não se podia falar em benefício particular.

115. No caso da Oi, as ações que recebem um critério diferente de avaliação, se considerada a Operação como um todo, não são aquelas detidas por um conjunto de acionistas de uma determinada classe ou espécie, e sim aquelas detidas por um acionista específico, a TelPart. Tratando de forma diferente acionistas da mesma classe e espécie, configura-se um benefício particular. Deste modo, o precedente não ajuda a corroborar a tese da Companhia.

116. Finalmente, acredito que a Operação somente pode ser vista como o resultado de uma negociação entre partes independentes em relação à Portugal Telecom e à TelPart, mas não em relação à Oi. Nesse sentido, na impossível hipótese de questionamento da comutatividade da Operação por acionistas da TelPart ou da Portugal Telecom (nenhuma das duas companhias tem ações listadas no mercado brasileiro), poder-se-ia utilizar o fato de ter havido uma negociação entre tais companhias, cuja relação exclusiva é no controle conjunto da Oi, e, portanto, são independentes, como um meio de estabelecer uma presunção de comutatividade dos arranjos entre elas.

117. No entanto, a Operação, sob a ótica da Oi, não foi negociada com partes independentes a ela. A Operação, para a Oi, é resultado da negociação com seus controladores, o que impede que se estabeleça uma presunção de comutatividade.

118. É, por isso, que mesmo para os adeptos de uma definição mais restrita de benefício particular (que restringe o benefício particular àquele recebido pelo acionista na sua qualidade de acionista, ou seja, aquele que rompe a igualdade entre os sócios) seria imperioso reconhecer que o MOU é um contrato que tem, de um lado, a Companhia e, de outro, seus controladores, configurando, portanto, um contrato entre partes relacionadas no qual está inerente um conflito de interesses, a última hipótese de impedimento de voto prevista no §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976.

119. Tendo em vista o exposto, voto pelo impedimento da Portugal Telecom e acionistas a ela ligados, bem como da TelPart e dos seus acionistas na AGE - Oi, que deliberará sobre o aumento do limite de capital autorizado, sobre o Laudo de Avaliação e sobre o valor dos Ativos PT a serem integralizados no Aumento de Capital da Oi.

III. Direito de Recesso dos Titulares de Ações Preferenciais.

120. A segunda consulta formulada pela Tempo Capital diz respeito ao fato de que, como resultado da Incorporação de Ações da Oi, serão atribuídas aos preferencialistas da Companhia ações da TelPart, todas ordinárias e que assegurarão aos seus titulares direitos distintos daqueles garantidos pelas ações preferenciais da Oi[25].

121. Em razão disso, a Consulente entende que a Incorporação de Ações da Oi implica a alteração das preferências e vantagens das ações preferenciais da Oi, de modo que, além do disposto no art. 252 da Lei nº 6.404, de 1976 (inclusive quanto ao direito de recesso ali previsto)[26], a aprovação da Incorporação de Ações da Oi pressupõe a aplicação do regime instituído pelos arts. 136, II e §1º, e 137, I, da mesma lei[27]. Nesse sentido, a Tempo Capital defende que (i) a eficácia da deliberação dependa da aprovação prévia ou ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de tais ações preferenciais, reunidos em assembleia geral especial; e que (ii) seja assegurado o direito de retirada aos acionistas preferencialistas que dissintirem de tal deliberação.

122. Conforme esclarecido pela Consulente, a tese defendida não é a da verificação de um negócio jurídico indireto (pela qual seria desconsiderada a operação de incorporação de ações e considerada somente a alteração das preferências e vantagens em si), mas sim a da coexistência de regimes distintos e aplicáveis ao mesmo fato, qual seja, a Incorporação de Ações da Oi.

123. Em outras palavras, em virtude de seus efeitos, a Incorporação de Ações da Oi acarretaria a aplicação simultânea dos arts. 136, 137 e 252 que, apesar de independentes, não seriam mutuamente excludentes. Consequentemente, além de essa etapa da Operação estar sujeita à aprovação em assembleia geral especial, os titulares de ações preferenciais de emissão da Oi se valeriam tanto (i) do direito de recesso assegurado pelo art. 252, sujeito às condições previstas neste dispositivo, por se tratar de uma operação de incorporação de ações; quanto (ii) daquele assegurado pelo art. 137 da lei societária, pelo fato de que a Incorporação de Ações da Oi implica a alteração dos direitos assegurados aos acionistas preferencialistas.

124. No entanto, a SEP discordou do entendimento apresentado pela Tempo Capital, rejeitando tanto a obrigatoriedade de aprovação da Incorporação de Ações da Oi em assembleia geral especial, quanto a extensão do direito de recesso previsto no art. 137 à Operação. Conforme abaixo detalhado, entendo ser correta a conclusão da área técnica.

125. Tal como mencionado pela SEP, entendo que as regras previstas, de um lado, nos arts. 136 e 137 da Lei nº 6.404, de 1976, e, de outro, no art. 252 da mesma lei se referem a situações bastante distintas, que o legislador buscou propositalmente diferenciar.

126. Em primeiro lugar, observo que o art. 136 prevê um rol taxativo de matérias cuja aprovação depende do voto afirmativo de acionistas que representem, no mínimo, metade das ações com direito de voto. O mesmo artigo determina que a eficácia da deliberação sobre determinadas matérias, que afetam de modo particular os direitos dos acionistas preferencialistas, depende da aprovação de acionistas que representem mais da metade de cada classe das ações preferenciais prejudicada pela deliberação, reunidos em assembleia geral especial.

127. O art. 137, por sua vez, complementa o regime instituído pelo art. 136, determinando as condições para que, uma vez aprovadas tais matérias, seja concedido aos acionistas dissidentes o direito de retirada, mediante o reembolso do valor de suas ações.

128. O aparato normativo criado por esses dois dispositivos tem como intuito assegurar que determinadas matérias, cujos impactos sobre os direitos dos acionistas ou a estrutura da companhia sejam de extrema relevância, estejam sujeitas a um regime mais rigoroso de aprovação, e que, conforme o caso, havendo dissidência por parte dos minoritários, seja viabilizado o desinvestimento e respectivo reembolso.

129. O art. 252, por sua vez, regula as operações de incorporação de ações. Esse dispositivo estabelece um regime próprio, que compreende tanto requisitos e condições para as operações em questão, quanto os quóruns de deliberação e direito de retirada dos acionistas dissidentes.

130. Segundo as regras ali contidas, por meio da incorporação de ações, todas as ações de emissão de

determinada companhia são transferidas ao patrimônio da companhia incorporadora, da qual a primeira se torna subsidiária integral. Simultaneamente, mediante a realização de um aumento de capital, os acionistas da sociedade que tiver as suas ações incorporadas recebem ações de emissão da companhia incorporadora em substituição às ações previamente detidas, de acordo com relação de troca aprovada em assembleia geral. Referidos investidores, portanto, tornam-se acionistas de outra companhia.

131. Ao tratar desse tipo de operação, a Lei nº 6.404, de 1976, não estabeleceu como requisito a manutenção dos direitos e vantagens antes assegurados aos acionistas da companhia cujas ações foram incorporadas – nem aos ordinaristas, nem aos preferencialistas. Pelo contrário, permitiu que a administração das companhias envolvidas negocie e, em seguida, que as assembleias gerais deliberem de forma discricionária sobre o tema.

132. Por essa razão é que o art. 252, fazendo referência aos arts. 224 e 225 da mesma lei, determina que a deliberação sobre a incorporação de ações tenha por base um protocolo que contenha todas as condições a que a operação estará sujeita (incluindo, sem limitação, *“o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição”*) e justificação que descreva: (i) *“os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização”*; (ii) *“as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista”*; e (iii) *“a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir”*.

133. O legislador brasileiro se preocupou em definir, no próprio art. 252 da lei societária, as condições a que estaria sujeito o direito de retirada dos acionistas das companhias envolvidas que dissentissem da deliberação em questão. Fazendo referência expressa ao art. 137, II, da mesma lei, tais condições estão associadas à verificação de liquidez e dispersão das ações das companhias envolvidas (e não a quaisquer características específicas de cada operação de incorporação de ações).

134. Em outras palavras, o art. 252 previu a possibilidade de a incorporação de ações ter como efeito, dentre outros, a alteração dos direitos assegurados aos acionistas da companhia cujas ações forem incorporadas e, mesmo assim, não fez referência a um direito de recesso diverso daquele já previsto nos parágrafos do art. 252, nem à aprovação dessa matéria em assembleia geral especial de preferencialistas. E me parece fazer sentido que seja assim.

135. Isto porque os resultados de uma incorporação de ações para os acionistas da companhia cujas ações são incorporadas, extrapolam, em muito, aqueles das matérias previstas no art. 136, deliberadas isoladamente. Além disso, tomando como exemplo o caso das vantagens de ações preferenciais quanto ao recebimento de dividendos, é possível que, em virtude das diferentes características e da realidade econômico-financeira da companhia incorporadora, a mera reprodução literal dos direitos assegurados aos preferencialistas não seja suficiente para lhes garantir retorno idêntico ou consoante as expectativas que detinham em relação à companhia cujas ações foram incorporadas. A alteração das condições a que o acionista da companhia cujas ações forem incorporadas está sujeito, portanto, é uma das consequências típicas da operação de incorporação de ações.

136. Assim, uma vez concluída a negociação da operação pela administração das sociedades envolvidas, serão divulgadas as informações previamente mencionadas e caberá aos acionistas de cada uma das sociedades deliberar sobre a operação como um todo, e não sobre cada uma de suas possíveis consequências, de maneira fracionada.

137. Diante das características desse tipo de operação, o art. 252 estabeleceu um regime próprio para o direito de recesso assegurado aos acionistas dissidentes tanto da companhia incorporadora quanto daquela cujas ações serão incorporadas. A dissidência, nesse caso, diz respeito à operação de incorporação de ações como um todo, e não a seus desdobramentos específicos.

138. Em função do exposto até aqui, concluo que as situações abordadas, de um lado, nos arts. 136, II e §1º, e 137, I, da Lei nº 6.404, de 1976 e, de outro, no art. 252 da mesma lei não se confundem e que, analisando as regras abordadas em cada um desses dispositivos, o legislador brasileiro optou por tratar referidas situações de maneira também diversa[28].

139. O reconhecimento da convivência dos dois regimes significaria interpretar de forma ampla o previsto pelo legislador brasileiro, atribuindo direitos excepcionais (a saber, o direito de recesso e o direito de aprovação em separado da incorporação de ações pelos preferencialistas da sociedade cujas ações serão incorporadas) em situações para as quais não foram previstos.

140. Em linha com os precedentes da própria CVM e grande parte da doutrina jurídica, a análise das regras pertinentes ao direito de retirada tem sido conduzida de maneira bastante cautelosa[29].

141. Tal como já me manifestei em outras oportunidades, “o direito de recesso serve para lidar com decisões extremamente relevantes para a companhia que podem ser impostas pelo controlador aos acionistas minoritários. É, assim, uma estratégia de saída que permite aos acionistas insatisfeitos se retirarem da companhia quando não querem suportar as consequências econômicas ou políticas das decisões tomadas pelos controladores”[30].

142. O regime do direito de recesso deve ser usado com parcimônia porque os custos gerados pelo seu exercício serão arcados diretamente pela companhia, a qual será responsável por reembolsar as ações dos acionistas insatisfeitos. A existência desses custos não é e não deve ser em si uma justificativa para que se afaste o direito de recesso, como muito bem apontado pela Tempo Capital em seu Recurso. No entanto, não se deve ignorar que, como efeito colateral de tais custos, “tomar decisões impopulares fica mais caro para a companhia” e que, “[d]e um lado, esse efeito protege os acionistas, como classe, das decisões que não parecem atraentes a todos”, mas “[d]e outro, tal mecanismo pode prejudicar os acionistas se decisões que agregariam valor para companhia deixarem de ser feitas por conta dos custos gerados pelo recesso”[31].

143. Diante da opção pela instituição de um sistema que atribua o direito de recesso, tanto o legislador quanto o intérprete da lei devem se pautar pela difícil tentativa de proteger de maneira equilibrada tanto as boas decisões quanto os direitos dos acionistas minoritários. O regime do direito de recesso, portanto, “não pode ser tão atrativo que impeça ou encareça boas decisões”, nem “pode ser tão insignificante que seja simplesmente tratado como custo das operações que tendem a ser impopulares entre os minoritários”[32].

144. Encontrar esse equilíbrio é uma tarefa muito difícil. No entanto, acredito que a solução ora conferida ao caso concreto encontra-se mais próxima dele do que aquela proposta pela Tempo Capital.

145. Por fim, entendo ser necessário afastar o último argumento apresentado pela Tempo Capital em seu Recurso, a saber: o de que a CVM já teria reconhecido a coexistência de regimes do direito de recesso ao entender que o art. 223, §§3º e 4º, da Lei nº 6.404, de 1976[33], seria aplicável às operações de incorporação de ações.

146. Referido artigo trata da obrigatoriedade de, no caso de operações de incorporação, cisão ou fusão envolvendo companhias abertas, as companhias resultantes ou sobreviventes também serem abertas. Diante do silêncio desse dispositivo com relação às operações de incorporação de ações, o Colegiado da CVM entendeu – em precedente mencionado pela Tempo Capital[34] – que as regras ali previstas seriam extensíveis a essas operações.

147. No entanto, conforme apontado pelo precedente, o que enseja o direito de recesso nas operações abrangidas pelo art. 223 não é a operação de incorporação de ações em si, mas, sim, o descumprimento de uma obrigação subsequente da companhia incorporadora de tornar-se companhia aberta. Portanto, não há uma coexistência de regimes do direito de recesso com relação a um mesmo fato, como pressupõe a Tempo Capital (no caso, os regimes dos arts. 252 e 223 aplicáveis às operações de incorporação de ações), mas sim dois fatos geradores distintos que ensejam o direito de recesso por motivos também diversos.

148. Diante do exposto acima, voto no sentido de não reconhecer o direito de recesso dos titulares de ações preferenciais de emissão da Oi quando da aprovação da Incorporação de Ações da Oi em virtude dos arts. 136, II e §1º, e 137, I, da Lei nº 6.404, de 1976, bem como por não reconhecer a necessidade de realização de assembleia geral especial para aprovação dessa mesma etapa da Operação.

IV. Direito de Recesso dos Titulares de Ações Ordinárias.

149. A terceira consulta formulada pela Tempo Capital está relacionada à existência do direito de recesso dos acionistas ordinários da Companhia que dissentirem da aprovação da Incorporação de Ações da Oi.

150. O principal argumento levantado pela Consulente para defender a existência de tal direito é o fato de que, no momento da divulgação do fato relevante em 2.10.2013, considerado pela Tempo Capital como apropriado para a verificação das condições previstas no art. 137, II, da Lei nº 6.404, de 1976, as ações de

emissão da Companhia não possuíam dispersão.

151. Em sua resposta à Consulta, a SEP concordou com o posicionamento apresentado pela Tempo Capital. Tendo em vista o disposto no art. 252, §2º, da Lei nº 6.404, de 1976, a área técnica entendeu que “*é a partir do momento estipulado no art. 137, § 1º da Lei nº 6.404/76 (na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior) que devem estar presentes, conjuntamente, os requisitos de liquidez e dispersão para suprimir o direito de recesso*”.

152. Posteriormente, com base na análise dos Recursos, a SEP complementou seu entendimento, indicando que, para que fosse afastado o direito de recesso nos termos do art. 137, II, da Lei nº 6.404, de 1976 e, conseqüentemente, para fins do art. 252, §2º da mesma lei, seria necessário que os requisitos de liquidez e dispersão das ações da Companhia fossem verificados de maneira ininterrupta desde a data de divulgação do fato relevante que anunciou a Operação até a data da efetiva deliberação sobre a Incorporação de Ações da Oi.

153. A Oi, por sua vez, contestou o entendimento da área técnica em seu Recurso, cuja fundamentação foi complementada pelos pareceres jurídicos previamente relatados. Em síntese, a tese defendida pela Companhia é a de que os requisitos de dispersão e liquidez das ações prescritos pelo art. 137, II, da lei societária devem ser averiguados na data da assembleia geral que deliberar sobre a operação a que se referir o direito de retirada.

154. A discussão é, portanto, sobre qual seria o momento mais adequado para averiguar a existência dos requisitos de dispersão e liquidez, exigidos no art. 137, II, da Lei nº 6.404, de 1976, com o fim de se determinar a supressão do direito de retirada.

155. Ao impor condições de dispersão e liquidez para a restrição do direito de retirada, o legislador não dispôs expressamente sobre o momento em que tais condições deveriam ser verificadas. No entanto, por influência do comando do art. 137, § 1º[35], que trata do momento de averiguação da legitimidade do acionista para exercício desse direito, o mercado tem por prática apurar as condições de liquidez e dispersão na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante, se anterior.

156. O art. 137, § 1º, foi inserido na lei societária com um propósito bastante claro de preservar o direito de retirada como um direito protetivo dos acionistas que tenham sido surpreendidos com o anúncio de determinada operação de natureza tal que pudesse vir a alterar de forma significativa os direitos dos investidores ou a estrutura da própria companhia.

157. No entanto, uma vez que esteja assegurado que somente esses acionistas surpreendidos façam jus ao direito de retirada e que não haja soluções de mercado adequadas para que tais acionistas se retirem da companhia, a questão deve ser analisada de modo a conferir o máximo de efetividade para o exercício do direito de retirada, reconhecendo que tal direito está entre aqueles eleitos como essenciais no art. 109 da Lei nº 6.404, de 1976. Assim, estariam equilibrados, ao mesmo tempo, a excepcionalidade do direito de retirada, dados os seus impactos sobre a própria companhia, discutidos na seção anterior, bem como o seu caráter essencial.

158. Esse binômio norteou a CVM quando abriu a discussão sobre a adequação dessa prática de mercado na Audiência Pública SDM nº 04/2013. Diante do silêncio da Lei nº 6.404, de 1976, e vislumbrando situações em que um grande lapso temporal poderia se verificar entre a divulgação de um fato relevante e a efetiva deliberação em assembleia geral sobre a operação societária proposta, bem como a possibilidade de que, durante esse período, houvesse uma deterioração das condições de liquidez e dispersão das ações de emissão da companhia, a CVM propôs a inserção, na Instrução CVM nº 319, de 1999, de uma regra que determinasse (i) parâmetros mais precisos para a averiguação da liquidez das ações, em consonância com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976; e (ii) que, para fins do art. 137, II, dessa lei, tais parâmetros fossem averiguados na data de realização da assembleia geral que aprovasse as operações societárias a ele sujeitas.

159. As propostas feitas pela CVM na Audiência Pública SDM nº 04/2013 tentavam ser mais protetivas aos interesses e aos direitos dos minoritários. A intenção era oferecer uma solução mais benéfica e efetiva aos acionistas dissidentes na hipótese de redução da liquidez ou dispersão das ações entre a data do anúncio da operação e a data da assembleia geral que aprovasse a operação objeto da dissidência.

160. Em nenhum momento da discussão, e a SEP está certa nisso, vislumbrou-se o caso ora sob análise,

em que ao contrário do que se previa, as condições de liquidez e dispersão seriam criadas pela própria operação.

161. A SEP fez uma análise das sugestões recebidas pela Audiência Pública SDM nº 04/2013 e constatou que muitos dos participantes sugeriram que se mantivesse na nova Instrução CVM nº 319, de 1999, o que hoje é a prática de mercado. Ou seja, para muitos participantes, a regulamentação deveria determinar que a apuração das condições de liquidez e dispersão para supressão do direito de recesso fosse realizada na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante, se anterior.

162. O principal argumento dos diversos participantes que fizeram essa sugestão é o de que seria importante para os acionistas minoritários e para a companhia conseguir prever a existência do direito de recesso desde que a operação fosse anunciada – isso ajudaria ambos a melhor planejar suas ações. Os acionistas precisariam saber desde logo sobre a existência do recesso porque precisam manter (sem qualquer alienação, inclusive empréstimos) suas ações até a data da assembleia. Saber se não há recesso desde o anúncio da operação também poderia ajudar na montagem de estratégia de desinvestimento caso tais acionistas entendessem que a operação proposta não é benéfica para companhia. Para a companhia seria importante desde o anúncio conseguir prever os custos das operações – a incidência de um direito de recesso inesperado e oneroso em um momento em que já houvesse tomado diversas medidas para consecução de uma reorganização poderia ser desastrosa, isto porque, ou frustraria a operação acarretando prejuízos com os custos já arcados pela própria companhia e outros previstos contratualmente, ou implicaria em uma descapitalização significativa com o pagamento do exercício do direito de retirada.

163. Com base nos argumentos levantados pela SEP, pela Tempo Capital e pelos participantes da Audiência Pública SDM nº 04/2013, parece-me que a incerteza sobre a possibilidade ou não do exercício do direito de recesso pode, de fato, produzir efeitos deletérios sobre a participação detida pelos acionistas minoritários, em especial, no caso de companhias cujas ações não apresentem, no momento da divulgação do fato relevante, as condições de liquidez e dispersão requeridas em lei.

164. Exigir que essas condições sejam verificadas somente na data da assembleia geral poderia impedir que os acionistas consigam efetivamente se desfazer de suas ações em condições mais adequadas. Deste modo, os acionistas, sem saber se teriam direito ao recesso ou não, seriam obrigados a manter suas ações até a data da assembleia.

165. Tendo em vista que vender um bloco significativo de ações pode requerer tempo, muitos acionistas se veriam obrigados a se desfazer das suas ações ainda que houvesse uma possibilidade de recesso para não correr o risco de, em não havendo recesso, não conseguir se desfazer da participação no tempo entre a deliberação e sua implementação. A expectativa do recesso também poderia desincentivar eventuais negociações, acarretando prejuízos aos minoritários caso ela, ao final, se provasse frustrada.

166. Somando-se a isso, tal incerteza seria incrementada pelo fato de que o período entre a divulgação de fatos relevantes e a realização de assembleias gerais pode ser extenso, bem como pelo fato de que não haveria qualquer estímulo às companhias com relação à previsão de eventual direito de recesso. É possível ponderar, por exemplo, se as menções atualmente inseridas nos fatos relevantes sobre a expectativa da própria administração da companhia quanto à existência do direito de recesso, continuariam a ser divulgadas. As companhias simplesmente não se arriscariam a divulgar um evento futuro e incerto, inclusive por receio de serem responsabilizadas por essas previsões.

167. Tendo em vista o exposto, me questiono se a incerteza acerca da existência ou não do direito de recesso pode, potencialmente, prejudicar os acionistas minoritários tanto quanto ou até mais do que a certeza de sua inexistência.

168. No entanto, a Companhia trouxe importantes argumentos jurídicos que podem ser usados para defender a apuração dos requisitos de liquidez e dispersão no momento da assembleia geral. A percepção da Companhia é a de que o direito de retirada surge somente após a realização da assembleia geral em que for aprovada a matéria da qual o acionista minoritário dissente. Assim, é possível argumentar que somente a partir da realização dessa assembleia é que se torna efetivamente possível a atribuição do direito de recesso e, portanto, é somente nesse momento que as condições de liquidez e dispersão precisam ser analisadas.

169. Mais especificamente, o art. 137, II da Lei nº 6.404, de 1976, determina que, verificadas condições mínimas de liquidez e dispersão das ações de emissão da companhia, entende-se que seus acionistas terão condições de encontrar soluções de mercado em termos suficientes e que supram a necessidade da concessão

do direito de recesso. Esse direito, portanto, poderá ser dispensado somente se tais condições existirem de fato quando, potencialmente, ele for devido, sendo necessário, para tanto, que já tenha sido realizada a assembleia geral de acionistas.

170. Essa breve exposição demonstra que pesam argumentos pertinentes para ambos os lados. Da mesma forma parece clara a importância do debate a ser conduzido pela CVM no processo de revisão da Instrução CVM nº 319, de 1999, no sentido de sopesar os diferentes valores resumidamente contemplados acima.

171. Por esse motivo, não pretendo aqui resolver ou esvaziar a discussão que se dará no âmbito da Audiência Pública SDM nº 04/2013. Aliás, ao contrário, a decisão que passo a defender é estritamente em relação ao presente caso.

172. Entendo que a discussão acima contribui para demonstrar a plausibilidade da postura e dos argumentos levantados por ambos os lados. No entanto, nesse cenário, em que a Lei nº 6.404, de 1976 é silente quanto à data de verificação dos critérios de liquidez e dispersão das ações para fins de seu art. 137, II, e diante de proposta da própria CVM para que referida data fosse considerada como a data da assembleia geral que deliberasse sobre a operação que dá ensejo ao recesso, bem como a plausibilidade dos argumentos jurídicos trazidos pela Oi, entendo que a opção feita pela Companhia, de boa fé e com base em uma proposta da própria CVM, deva ser respeitada.

173. Por isso, acredito que a manutenção da opção da Companhia de averiguar o cumprimento dos requisitos de dispersão e liquidez na data da assembleia que decidir sobre a Incorporação de Ações da Oi deve prevalecer ainda que, com relação a casos futuros, essa opção venha a ser afastada pela CVM quando da alteração da Instrução CVM nº 319, de 1999.

174. Em função do acima exposto, voto por assegurar o direito de recesso aos acionistas titulares de ações ordinárias de emissão da Oi se, na data da assembleia geral que deliberar sobre a Incorporação de Ações da Oi, estiverem presentes os requisitos de liquidez e dispersão das ações de sua emissão, nos termos do art. 137, II, da Lei nº 6.404, de 1976.

V. Formulário do art. 11 da Instrução CVM Nº 358, de 2002.

175. Com base em alegação apresentada pela Tempo Capital quando da formulação das Consultas, a SEP verificou que, em formulário mensal apresentado pela Oi em atendimento ao art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002, a participação indicada para os acionistas controladores da Companhia não refletia as participações que os acionistas da TelPart detinham diretamente na Oi.

176. Tal como mencionado pela Consulente, a participação dos acionistas controladores da Oi seria superior aos 48% do capital votante informados pela Oi, uma vez que deveriam ser consideradas as participações detidas por todas as sociedades integrantes de seu bloco de controle.

177. A Oi, em resposta a tal reclamação, encaminhou correspondência à SEP em 17.1.2014, explicando que o formulário em questão contemplaria a participação detida, tanto pela TelPart quanto pela Valverde, em seu capital votante (correspondente a 41,69% e 6,81%, respectivamente), considerando-se, no total de ações emitidas pela companhia, aquelas mantidas em tesouraria.

178. Para fundamentar a exclusão de outros acionistas, a Companhia indicou que (i) nenhum dos outros acionistas indicados pela Consulente em sua manifestação, tais como Bratel Brasil e Bndespar, deteriam mais de 50% das ações ordinárias de sua emissão; e que (ii) dentre os acordos de acionistas celebrados no âmbito da TelPart, apenas um deles versaria sobre o exercício do poder de controle desta sociedade e, indiretamente, da Oi (o Acordo de Acionistas AG/LF/FASS), sendo que seus signatários (i.e., AG Telecom, LF Tel e Fundação Atlântico) não seriam titulares diretamente de ações ordinárias de emissão da Oi e, portanto, não alterariam o preenchimento do formulário discutido.

179. O dispositivo regulamentar que obriga a divulgação do formulário sob discussão diz:

Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

180. Tal como observado pela SEP, ainda que referido artigo não exija a divulgação de informações pertinentes aos acionistas controladores, muitas companhias optam por apresentá-las voluntariamente. Uma vez feita essa opção, a SEP exige que a companhia preste informações corretas e completas, com o objetivo de evitar que os usuários da informação sejam induzidos a erro.

181. Concordo com a SEP. Caso as companhias optem por prestar de maneira voluntária as informações relativas aos seus acionistas controladores, tais informações devem ser precisas e completas, incluindo os dados relativos a seus acionistas controladores diretos e indiretos, para que seja possível a identificação de todos os acionistas pertencentes ao bloco de controle e de suas participações diretas e indiretas, ainda que, para fins do controle direto, tal participação direta não seja considerada relevante.

182. Com base nos motivos acima expostos, entendo estar afastado o argumento apresentado pela Oi para a não divulgação das participações detidas diretamente em seu capital social pelos acionistas controladores AG Telecom, LF Tel e Fundação Atlântico.

183. Em relação aos demais acionistas (a saber, Bratel Brasil, Bndespar, Previ, Petros e Funcef), gostaria de tecer mais uma observação. Conforme mencionado pela Oi ao contestar a exigência da SEP para a correção do formulário ora analisado, tais acionistas não seriam considerados acionistas controladores da Companhia.

184. Em primeiro lugar, observo que a própria TelPart, controladora direta da Oi, declara em seu formulário de referência que todos esses acionistas seriam integrantes de seu bloco de controle[36]. O reconhecimento da condição de controlador indireto pela própria controladora direta me parece, por si só, afastar o argumento apresentado pela Companhia.

185. No entanto, ainda que inexistisse tal declaração, uma análise do acordo celebrado conjuntamente por AG Telecom, LF Tel, Fundação Atlântico, Bratel Brasil, Previ, Petros e Funcef na qualidade de acionistas da TelPart conduz à conclusão de que o controle dessa sociedade e, conseqüentemente, da Oi é compartilhado por tais investidores.

186. Em consonância com precedentes já analisados pela CVM, o acordo em questão contempla disposições tipicamente inseridas em acordos para a formação de bloco de controle (diversos, por exemplo, daqueles celebrados para outras finalidades, como a proteção de minorias)[37]. Apenas para ilustrar, noto que, em função da previsão de quóruns qualificados de deliberação em reuniões prévias de acionistas da TelPart, deliberações sobre matérias relativas à condução ordinária dos negócios dessa sociedade (como a aprovação do orçamento anual e planos de investimento plurianuais) não são aprovadas isoladamente pelos acionistas AG Telecom, LF Tel e Fundação Atlântico.

187. Feitas as considerações acima, entendo ser necessária a reapresentação, pela Oi, do formulário previsto no art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002, para a correção das informações prestadas acerca da titularidade e negociação de ações de sua emissão por seus acionistas controladores diretos e indiretos.

188. Adicionalmente, entendo que as mesmas razões acima apontadas justificam a correção do Formulário de Referência da Companhia, exigida pela SEP após a análise dos Recursos.

VI. Conclusão.

189. Diante do exposto acima, entendo que:

(i) além da Portugal Telecom e da Bratel Brasil, todos os acionistas controladores da Oi, incluindo a TelPart e acionistas dessa sociedade, estão impedidos de votar nas Deliberações para o Aumento de Capital, em decorrência do art. 115, §1º da Lei nº 6.404, de 1976;

(ii) a Incorporação de Ações da Oi não enseja direito de recesso aos acionistas preferencialistas da Companhia nos termos dos arts. 136, II e 137, I da Lei nº 6.404, de 1976, nem exige a sua aprovação em assembleia geral especial de preferencialistas nos termos do art. 136, §1º da mesma lei;

(iii) os requisitos de liquidez e dispersão das ações de emissão da Oi, para fins do exercício do direito de recesso previsto no art. 252 da Lei nº 6.404, de 1976, pelos acionistas minoritários, deverão ser averiguados

na data da assembleia geral da Companhia que deliberar sobre a Incorporação de Ações da Oi; e que

(iv) deverão ser corrigidos pela Companhia o formulário previsto no art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002, bem como o seu formulário de referência, nos termos indicados pela SEP.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2014.

Luciana Dias
Diretora

[1] De acordo com o Relatório de Análise: “Assumindo várias premissas e estimativas divulgadas pela própria Oi e pela Portugal Telecom (dentre elas, que a Portugal Telecom deterá uma participação de 38,1% na CorpCo (ex-ações em tesouraria) após a incorporação de ações da Oi e que o aumento de capital da Oi seria realizado a um preço por ação ordinária de R\$ 4,36), chega-se a um valor médio por ação ordinária e preferencial de Oi, detidas direta e indiretamente pelas holdings dos acionistas controladores, da ordem de R\$ 53,00 e R\$ 49,00 respectivamente, ou cerca de 12 vezes superior às cotações de mercado anteriores ao anúncio da Operação (R\$ 4,37 para OIBR3 e R\$ 4,03 para OIBR4).”

[2] Ver voto do Diretor Marcos Pinto no Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/5811, decidido em 28.07.2009, o Colegiado da CVM permitiu que uma mesma espécie e classe de ações fossem tratadas de modo diferente em uma incorporação de ações, desde que os acionistas que tivessem o tratamento mais benéfico (o benefício particular) se abstivessem de votar na deliberação que aprovou a operação. No caso, os acionistas pertencentes ao bloco de controle tinham uma relação de troca superior aos acionistas detentores de ações da mesma classe e espécie que não pertenciam ao bloco de controle. Somente os acionistas com a relação de troca menos benéfica puderam votar na deliberação sobre a incorporação de ações. Ver voto do Diretor Alexandro Broedel Lopes, no Processo CVM nº 2009/13179, julgado em 9.9.2010: “Quem perde com a abstenção do controlador? Somente os interesses particulares deste mesmo controlador. A abstenção do controlador reduz ex ante o risco de que se materialize uma transferência de riqueza entre as empresas com prejuízos para o minoritário”.

[3] Esse cenário muda diante da perspectiva do direito de retirada, porque, caso o exercício do direito de retirada seja atrativo, o acionista terá um incentivo para rejeitar a operação.

[4] Na opinião de Goshen, “[s]ince these investors are sophisticated professionals, however, it is reasonable to assume that their activities will not exceed the boundaries of tough negotiating. They will not demand an extortionist price that will cause the transaction to fall through, since they are able to correctly assess the profit to be gained from its performance”, GOSHEN, Zohar, *Voting and the Economics of Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, p. 25, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=229273> (acesso em 15.3.2014). Em tradução livre, “no entanto, tendo em vista que esses investidores são profissionais sofisticados, é razoável assumir que suas atividades não ultrapassarão os limites da negociação acirrada. Eles não demandarão um preço extorsivo que impedirá a realização da transação, já que eles possuem capacidade para avaliar corretamente o lucro a ser obtido com a realização dela”.

[5] Sobre as preocupações sobre o tema ver os diversos trabalhos da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE a respeito do assunto. Para um resumo dos motivos pelos quais as transações com partes relacionadas têm sido objeto de atenção, ver *Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights*, disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/50089215.pdf>. Há também trabalhos regionais bastante importantes, como a mesa redonda de governança corporativa na Ásia que elegeu as transações com partes relacionadas como uma das maiores fontes de condutas abusivas no âmbito das companhias abertas. As discussões produzidas neste fórum foram consubstanciadas num documento chamado “Guia de Combate à Transações com Partes Relacionadas Abusivas” editado em 2009. O documento estabelece recomendações a serem refletidas no ambiente legal e regulatório dos países asiáticos, levando em conta as características de suas economias, cuja estrutura de capital mais comum apresenta um controlador bem definido, para melhorar o tratamento das transações com partes relacionadas. Tais recomendações perpassam diversas estratégias regulatórias. Assim, há recomendações relativas ao nível de transparência a ser observado pelas companhias em transações que envolvam partes relacionadas, até adoção de políticas e controles internos, bem como mecanismos especiais de aprovação pelas partes desinteressadas em tais transações. Em relação a transações com partes relacionadas que passam pela assembleia geral, o documento recomenda: “[w]here reliance is placed on shareholders’ approval, a voting system should be established with a majority of disinterested shareholders for the approval of related party transactions at Shareholders Meetings.” O mesmo tema foi também eleito pela mesa redonda sobre governança corporativa organizada pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE na América Latina. Ainda no âmbito das iniciativas internacionais para discussão das transações com partes relacionadas, em 2011, a Comunidade Europeia, depois de intensas discussões em grupo de trabalho ligado ao G20, emitiu um *Green Paper* sobre Governança Corporativa, disponível em

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf, em que (i) reconhece que “[c]ontrolling shareholders and/or boards can extract benefits from a company to the detriment of minority shareholders’ interests in many ways. The main way is through ‘related party’ transactions”; e (ii) pergunta aos Estados membros se os acionistas minoritários precisam de mais proteção em relação a transações com partes relacionadas e, se esse for o caso, quais medidas deveriam ser tomadas.

[6] Ver Plano Bienal de Supervisão Baseado em Risco 2013-2014, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/Plano%20Bial%20CVM%202013-2014.pdf>.

[7] Para uma descrição da evolução dos precedentes ver o voto do Diretor Alexandro Broedel Lopes, no Processo CVM nº 2009/13179, julgado em 9.9.2010.

[8] A CVM confirmou esse entendimento de que o voto é um mecanismo de governança e deve ser analisado como tal em recente caso (Processo CVM nº RJ2013/5993, julgado em 31.1.2014) em que se permitiu a criação de ações super preferenciais, desde que os mecanismos adequados de governança tenham sido adotados.

[9] Comparato, a respeito do tema, diz: “A lei brasileira, como a italiana, proíbe seja dado em assembleia geral um voto conflitante com o interesse da companhia. Indaga-se, portanto, se a mesa diretora dos trabalhos da assembleia estaria autorizada a não computar esse voto na deliberação. Parece evidente que sim, quando se trata de uma situação de conflito aberto de interesses, relacionados no § 1º do art. 115: deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que o votante concorrer para formação do capital social, aprovação de contas do votante como administrador ou concessão de vantagens pessoais. Trata-se afinal de mera aplicação do princípio *nemo iudex in causa própria*”, COMPARATO, Fábio K., “Controle conjunto, abuso no exercício do direito de voto acionário e alienação indireta de controle empresarial” in *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, pp. 81 e seguintes.

[10] Tanto o Professor Erasmo Valladão França quanto o Professor Comparato opinam que na hipótese de “benefício particular” se está diante de um *conflito formal*, passível de ser verificado antes da deliberação; cf. FRANÇA, Erasmo Valadão Azevedo e Novaes, *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.*, São Paulo: Malheiros, 1993; e COMPARATO, Fábio K., op. cit. Outros que se manifestam em sentido mais amplo, mas cujo resultado prático seria o mesmo, são SALOMÃO FILHO, Calixto, “Conflito de Interesses: oportunidade perdida” in *O Novo Direito Societário*, pp. 119-125; CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à Lei de Sociedades por Ações*, vol. 2, São Paulo: Saraiva, 5ª ed., 2011, pp. 490 e seguintes; e EIZIRIK, Nelson, *A Lei das S/A Comentada*, vol. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 650 e seguintes (especificamente a 655).

[11] Ver, por exemplo, os votos da relatora Norma Parente e do diretor Marcelo Trindade no Inquérito Administrativo nº RJ2001/4977, julgado em 19.12.2001.

[12] Ver voto do relator Alexandro Broedel, do diretor Marcos Pinto e da presidente Maria Helena Santana no Processo CVM nº 2009/13179, julgado em 9.9.2010., respondendo à consulta sobre impedimento de voto do controlador em contratos firmados com controlada. Ver também Processo CVM nº RJ2009/5811, rel. SEP, julgado em 28.7.2009.

[13] Os anos de 2005, 2006 e 2007 formam um período em que muitas empresas migravam do segmento tradicional para os segmentos de listagem com padrões mais estritos de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Essa migração muitas vezes dependia da unificação de classe de ações ou de outras reorganizações societárias. Assim, tendo em vista que o meio mais comum de fazer essas reorganizações envolvia operações de incorporação de companhias, muitas relações de troca foram estabelecidas nesse período. Algumas dessas operações propunham estabelecer a relação de troca com tratamento diferenciado entre acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe ou tomavam por base avaliações que consideravam não apenas os direitos econômicos ou políticos atribuídos às ações, mas também suposições de sobrevalorização de ações detidas por certos acionistas, não comprovadas por efetivas negociações entre partes independentes. Nesses casos, a CVM entendeu que o acionista beneficiado por esse tratamento diferente estava impedido de votar.

[14] A maior parte dos doutrinadores e dos pareceres se reportam ao Código Civil Italiano para explicar a interpretação restritiva que fazem do § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976. Há também referências a doutrinadores italianos das décadas de 50 e 60. Embora essas referências possam fazer sentido, porque o legislador brasileiro pode ter se inspirado no italiano para imposição de referido comando, o fato é que a lei italiana relativa a transações com partes relacionadas evoluiu muito e é hoje um sistema muito mais rígido que as referências utilizadas pela doutrina brasileira. Não me parece fazer qualquer sentido usar como argumento de autoridade autores italianos quando a própria Itália evoluiu e modificou o regime para lidar com transações em que há um conflito de interesses.

O atual regime italiano relativo a transações com partes relacionadas foi adotado em março de 2010, quando o regulador local, a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* – CONSOB, editou novas regras sobre transações com partes relacionadas que compreendem tanto transparência quanto um regime especial de aprovação dessas operações. De acordo com a publicação do próprio regulador, as regras introduzidas em 2010 tentam estabelecer um tratamento proporcional à materialidade da transação. Para aquelas transações com partes relacionadas consideradas materiais, a regulação italiana pede um procedimento especial de revisão *ad hoc* e divulgação em 7 dias úteis. Transações com partes relacionadas relevantes são identificadas de acordo com um critério quantitativo definido na regulação que leva em consideração fatores como: (i) o tamanho da companhia; (ii) a magnitude e importância da transação; e (iii) o potencial de expropriação

dos acionistas minoritários. As transações com partes relacionadas consideradas materiais devem ser revistas por um comitê de conselheiros de administração independentes. Tais conselheiros devem estar envolvidos nas negociações e receber informações adequadas e suficientes dos diretores para que expressem suas opiniões. As transações, depois de aprovadas pelo comitê de conselheiros independentes, seguem para aprovação do conselho de administração. Na prática, o comitê de conselheiros independentes tem poder de veto sobre essas transações. Tanto o comitê independente quanto o conselho de administração podem contratar especialistas independentes para auxiliá-los nos processos decisórios. O envolvimento de acionistas na aprovação de transações com partes relacionadas é limitado e residual. Desde que o estatuto preveja, uma transação com parte relacionada que tenha sido rejeitada pelo comitê de conselheiros independentes pode ser submetida à assembleia geral e aprovada pela maioria dos acionistas não interessados na operação. Caso contrário, os acionistas não são envolvidos no processo de aprovação dessas operações. Tendo em vista que o regime italiano é hoje muito diferente daquele em que esses autores se inspiram, me parece uma estratégia duvidosa usar como argumento de autoridade doutrinadores que hoje não falam sequer sobre o sistema vigente na Itália, quiçá sobre a realidade das companhias abertas no Brasil.

[15] Cf. FRANÇA, Erasmo Valadão Azevedo e Novaes, “O Conceito de Benefício Particular e o Parecer de Orientação nº 34” in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo: Malheiros, 2009, pp. 568 e seguintes; e EIZIRIK, Nelson, op. cit., vol. 1, pp. 650 e seguintes (especificamente a 659).

[16] Ver o voto da então Presidente Maria Helena Santana no Processo CVM nº 2009/13179, julgado em 9.9.2010.

[17] “Art. 109 (...) § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.”

[18] Processo CVM nº 2009/13179, julgado em 9.9.2010.

[19] De acordo com o parecer elaborado por Marcelo Trindade, à fl.554.

[20] Voto do então Presidente Marcelo Trindade no Processo CVM nº RJ2006/6785, rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 25.9.2006.

[21] À época deste precedente, a posição predominante na CVM era de que o remédio para as duas situações (voto abusivo e conflito de interesses) era a apuração de responsabilidade depois de proferido o voto. A CVM evoluiu e no Processo CVM nº 2009/13179, julgado em 9.9.2010 passou a entender que, diante de uma situação de conflito de interesses, o acionista interessado está impedido de votar.

[22] Relatório do caso elaborado pelo Diretor Otavio Yazbek no Processo CVM nº RJ2011/9011.

[23] Voto do Diretor Otavio Yazbek no Processo CVM nº RJ2011/9011.

[24] Voto do então Presidente Marcelo Trindade no Processo CVM nº RJ2006/6785, rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 25.9.2006.

[25] O principal ponto levantado pela Tempo Capital diz respeito ao fato de que as ações preferenciais de emissão da Oi atribuem aos seus titulares a prioridade no recebimento de dividendo mínimo e não cumulativo, enquanto que as ações ordinárias a serem emitidas pela TelPart não atribuirão qualquer vantagem dessa natureza.

[26] “Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

§ 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

§ 2º A assembleia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

(...)”

[27] “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (...)”

II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; (...)

§ 1º Nos casos dos incisos I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei. (...)

Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

I - nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas; (...)"

[28] Endossando o raciocínio demonstrado até aqui, verifico que a aplicação do regime previsto pelos arts. 136 e 137 da Lei nº 6.404, de 1976, foi afastada também pela doutrina quando a companhia incorporadora e aquela que teria suas ações incorporadas apresentavam características distintas. Como exemplo, em parecer relativo à incorporação, por um banco, de outras instituições financeiras sob seu controle para efeito de se tornar um banco múltiplo e à reclamação de minoritários no sentido de que, em virtude de tal incorporação, o banco passaria a desenvolver novas atividades, não compreendidas em seu objeto social, Alfredo Lamy Filho dispôs que “o direito de recesso, nos termos do artigo 137, c/c o art. 136, IV, da Lei nº 6.404/76, nasce da dissidência do acionistas a uma deliberação de assembleia que altera o Estatuto, e muda o objeto social. Sem esse pressuposto, não há falar-se em direito de retirada” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Volume II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 321). Em sentido semelhante, Modesto Carvalhosa distinguiu as situações abordadas pelo art. 136 daquelas previstas no art. 252 da lei societária: “Decorrendo a redução do dividendo obrigatório de uma deliberação assemblear, a lei outorga aos acionistas dissidentes o direito de recesso, como meio de compor o conflito de interesses entre o interesse social, representado pela decisão da maioria e o interesse individual do minoritário. Não é essa, no entanto, a hipótese em estudo. Trata-se de uma operação de incorporação pela qual os acionistas da incorporada passarão, se concordarem com a operação, a ser acionistas da incorporadora, submetendo-se ao seu estatuto social” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 196).

[29] Corroborando a defesa por interpretações restritivas quanto ao direito de recesso, Fabio Konder Comparato indica que esse direito foi “criado como um contradireito potestativo do acionista em relação a um poder legal da assembleia” e “como em todo direito potestativo, os fatos legitimadores do seu exercício são sempre típicos, não comportando ampliações ou restrições estatutárias nem interpretações extensivas” (COMPARATO, Fabio K. “O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação” in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 116, pp. 11/12).

[30] Voto de minha autoria no Processo CVM nº RJ2012/0249, de que fui relatora, julgado em 16.2.2012.

[31] Idem.

[32] Idem.

[33] “Art. 223. A incorporação, fusão ou cisão podem ser operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes e deverão ser deliberadas na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais. (...)

§ 3º Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembleia-geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 4º O descumprimento do previsto no parágrafo anterior dará ao acionista direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), nos trinta dias seguintes ao término do prazo nele referido, observado o disposto nos §§ 1º e 4º do art. 137”.

[34] Cf. voto do então Presidente Marcelo Trindade no Processo CVM nº RJ2005/5203, rel. SEP, julgado em 24.8.2005.

[35] Referido comando determina que: “[o] acionista dissidente de deliberação da assembleia, (...) poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.”

[36] Conforme itens 15.1/15.2 da v. 6 do Formulário de Referência 2013 da TelPart, disponibilizada em 10.12.2013.

[37] A esse respeito, mas caracterizando situação oposta, vide Processo CVM RJ 2001/7547, rel. Diretor Sérgio Weguelin, j. em 18.12.2007. Ver também o Processo CVM nº RJ2005/4069, rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. em 11.4.2006, em que se diferencia o controle compartilhado típico (“aquele no qual o controle só é exercível se mais de um acionista une suas ações com outro”) de meras limitações ao exercício do controle (hipótese em que o acionista controlador poderia exercê-lo isoladamente, independentemente do acionista a favor de quem as limitações houverem sido impostas); e PAS CVM nº RJ2005/0098, rel. Diretor Sergio Weguelin, j. em 18.12.2007. Nos termos do voto do relator: “os acionistas integrantes de acordo de acionistas que tenha por objeto o exercício de controle são, todos, considerados acionistas controladores, mesmo aqueles ‘minoritários’ dentro deste grupo. (...) Se o agente integra bloco de controle – ainda que sua participação seja pequena e por isso seus direitos dentro do bloco também o sejam –, há de se supor que sua participação neste bloco é de algum modo relevante, e não fruto de mera graciousidade dos demais acionistas”.