

**Interessados:** Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações

**Assunto:** Pedido de Reconsideração de Decisão do Colegiado

**Diretora-Relatora:** Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

### **Relatório**

1. Trata-se de "Requerimento de Reconsideração" protocolado em 25/04/2014 por Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações ("Tempo Capital" ou "Consulente" ou "Requerente") contra a Decisão do Colegiado, de 25/03/2014, acerca da 1ª Consulta formulada pela Tempo Capital a respeito da interdição de voto dos acionistas controladores da Oi S.A. ("Oi" ou "Companhia").

2. Este Colegiado entendeu, por maioria de votos, vencida a Diretora Relatora Luciana Dias, que não haveria elementos suficientes para caracterizar uma situação de benefício particular que impedisse o voto do acionista, consoante o disposto no art. 115, § 1º da Lei nº 6.404/1976.

3. No "Requerimento de Reconsideração" (fls. 914-932) são levantados os pontos enumerados a seguir.

4. Para a Consulente haveria contradição entre a decisão de inexistência de conflito de interesses e o fundamento apresentado, com base nos seguintes argumentos:

- i) A decisão estaria fundamentada em conceito que não é adotado pelo Colegiado há quase 10 anos. Porém, sustenta que o voto "em nada muda a jurisprudência da CVM";
- ii) De acordo com o posicionamento mais antigo, caso o acionista estivesse confrontado com uma deliberação em que tivesse interesse potencialmente conflitante com o da companhia, poderia exercer o seu direito de voto. Apenas haveria uma ilegalidade se o acionista votasse em sentido que efetivamente importasse sacrifício ao interesse social;
- iii) A posição atual entende que se o acionista tiver interesses potencialmente conflitantes ou divergentes com os da companhia, isto já bastaria para determinar seu impedimento de voto. Assim, o simples fato do acionista deliberar já caracterizaria a ilegalidade, independente de quaisquer avaliações sobre se tal voto sacrificaria ou não o interesse social. Esse entendimento serviu de subsídio para a edição dos Pareceres de Orientação 34 e 35; e
- iv) A decisão teria retomado o entendimento mais antigo da CVM "quando o conflito de interesses traduzir-se-ia em uma situação em que o direito de voto seria exercido em sentido contrário ao melhor interesse da Companhia".

5. Assim, a Consulente requer que seja esclarecido se o entendimento da CVM sobre a matéria mudou ou se a conclusão apresentada no Voto está equivocada.

6. A decisão seria omissa, no entender da Consulente, em relação ao fator determinante da caracterização do conflito de interesse dos controladores, pelos seguintes motivos:

- i) A Consulente teria sustentado o impedimento do voto dos acionistas controladores baseada, em primeiro lugar, na operação de "equalização" das dívidas particulares dos referidos acionistas, ao condicionar a obtenção de um financiamento à deliberação assemblear em determinado sentido, o que caracterizaria uma situação de conflito de interesses, uma vez que criaria um interesse particular relevante para aqueles acionistas e, em segundo lugar, no fato de que a estrutura montada para a operação caracterizaria uma situação de benefício particular;
- ii) Entretanto, a decisão teria se limitado a abordar apenas a questão do benefício particular; e
- iii) A Consulente argumenta que deve ser discutido se "o fato de se condicionar uma operação de liquidação de endividamento na *holding* (ou aumento de capital por meio de outra *holding*) a uma operação assemblear de sociedade controlada é suficiente para caracterizar o conflito de interesses desta *holding*".

7. A Consulente também requer que a suposta omissão seja sanada, indicando se "o fato de um acionista convencionar com terceiro o seu exercício de voto em assembleia, em troca da obtenção de um financiamento, em condições vantajosas e em montantes relevantes, não é fato relevante o suficiente para caracterizar o seu impedimento de voto, por conflito de interesses".

8. Também é alegado pela Consulente que teria havido erro em relação à interpretação da jurisprudência da CVM sobre os benefícios indiretos decorrentes de uma decisão assemblear, pois:

- i) A atual jurisprudência da CVM não analisaria se o voto proferido corresponde ao melhor interesse da companhia. Não cabe à Autarquia determinar qual seria o melhor interesse em cada caso. O melhor interesse da Companhia tende a ser determinado pelo voto dos acionistas sem

conflito de interesse ou que não obtêm um benefício particular na matéria; e

- ii) No caso em análise haveria benefício direto, uma vez que a obtenção do financiamento é consequência direta da deliberação assemblear. Além dessa deliberação afetar indistintamente todos os acionistas, há um benefício adicional ao grupo de controle que não é compartilhado pelos demais acionistas.

9. A Consulente requer ainda que seja corrigido o "erro na interpretação dos precedentes do Colegiado em relação aos benefícios indiretos decorrentes de uma deliberação assemblear, esclarecendo que, no presente caso, os benefícios advindos para os controladores em decorrência da aprovação do Laudo de Avaliação da PT não poderiam ser caracterizados como tais".

10. Ainda é alegado pela Tempo Capital que haveria inexactidão material quanto às análises independentes sobre a operação. O Voto cita análises realizadas por corretoras (*sell side*) que ratificam o entendimento de que a operação é benéfica para a Companhia. Entretanto, a Consulente alega existir inexactidão material uma vez que tais relatórios não conteriam opinião ou análise dos benefícios. Eles se limitariam a informar quais são as vantagens decorrentes da operação, conforme informado pela Companhia no Fato Relevante de 02/10/2013.

11. Assim, a Consulente requer que seja corrigida a suposta inexactidão material acerca do conteúdo das avaliações das instituições financeiras no *sell side*.

12. A Tempo Capital aponta, ainda, que haveria outra omissão no Voto, e estaria relacionada às análises sobre o laudo de avaliação. O Voto afirma que apenas uma entidade se manifestou sobre o laudo de avaliação. Entretanto, a Consulente alega que, em 24/03/2014, teria sido apresentada outra manifestação sobre o laudo. Ademais, posteriormente, também a Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), em carta aberta, questionou os valores apresentados pela Companhia para a avaliação dos ativos.

13. Assim, a Consulente requer a correção da "inexactidão material e omissão acerca da existência de manifestações de entidades atestando a inadequação do laudo elaborado pelo Banco Santander".

14. Por fim, a Consulente afirma que houve erro em relação ao objeto da consulta. O voto vencedor discordaria "*daqueles que acreditam que é papel da CVM se substituir ao Judiciário*" (fl. 864). Segundo a Consulente a sua solicitação de manifestação desta Autarquia "acerca da possível ocorrência de diversas ilegalidades ocorridas no âmbito da Operação de reestruturação societária da Companhia (materializada através do MOU)" teria o objetivo de "fornecer a devida segurança jurídica ao mercado de capitais e seus acionistas". E conclui que "enxergar o judiciário como solução dos conflitos é fugir da questão".

É o Relatório.

### **Voto**

15. Primeiramente, deve ser destacado que a Deliberação CVM nº 463/2003, em seu inciso IX dispõe que "o Colegiado apreciará a alegação de existência de erro, omissão, obscuridade ou inexactidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, corrigindo-os se for o caso".

16. Para tanto, o recorrente deve clara e objetivamente apontar quais seriam as eventuais máculas na decisão atacada. O pedido de reconsideração não pode servir como um instrumento protelatório ou como uma nova tentativa de convencer o Colegiado a mudar seu entendimento com base em mera repetição de argumentos anteriormente apresentados e oportunamente analisados.

17. Além disso, e ainda que tivesse havido a alegada omissão acerca de determinadas questões levantadas no recurso, não seria o caso de se admitir o pedido de reconsideração. Conforme jurisprudência consolidada do Superior Tribunal de Justiça[1] e confirmada pelos precedentes da própria CVM[2], o órgão julgador não está obrigado a se pronunciar explicitamente sobre todos os argumentos suscitados pelo Requerente. A lei exige tão somente que a decisão seja motivada. Por isso, se o julgador tiver encontrado motivo suficiente para amparar a sua decisão, tal como ocorreu *in casu*, ele não precisa rebater todos os argumentos da parte, nem está obrigado a ater-se aos fundamentos indicados por ela.

18. Nada obstante, e ainda que fosse possível rejeitar de plano o pedido de reconsideração ora apreciado, passo ao exame do mérito. De acordo com a Consulente, a decisão da CVM no tocante à inexistência de benefício particular na Operação seria omissa, contraditória e mesmo equivocada em seis aspectos, abaixo resumidos:

- (i) A decisão seria contraditória com decisões anteriores da CVM;
- (ii) A decisão teria se omitido ao analisar que o empréstimo aos controladores estava condicionado à aprovação do aumento, fato que seria determinante na caracterização de conflito de interesses;
- (iii) A decisão teria se equivocado na interpretação da jurisprudência do colegiado da CVM com relação a benefícios indiretos;
- (iv) A decisão teria mencionado opiniões de analistas independentes que apenas teriam repetido argumentos da Companhia;
- (v) O laudo de avaliação teria sido criticado por associações; e
- (vi) Por fim, a decisão teria se equivocado quanto ao próprio objeto da consulta.

19. Tratarei de cada um desses pontos separadamente nos itens a seguir.

## **I A decisão impugnada não tratou de conflito de interesses e, conseqüentemente, não alterou o entendimento da CVM sobre a matéria**

20. Em primeiro lugar, a Consulente argumenta que o Colegiado teria, ao concluir pela inexistência de benefício particular na operação da Oi, retomado o *"entendimento sepultado pelo Colegiado da CVM há mais de 10 anos, quando o conflito de interesses traduzir-se-ia em uma situação em que o direito de voto seria exercido em sentido contrário ao melhor interesse da Companhia"*.

21. Com a devida vênia, entendo que o argumento do Requerente foi construído a partir de uma premissa equivocada, que confunde os conceitos de conflito de interesses e de benefício particular. As leis, como se sabe, não contêm expressões desnecessárias. Se o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 trata tanto de deliberações que *"puderem beneficiá-lo [o acionista] de modo particular"*, quanto de casos em que o acionista *"tiver interesse conflitante com o da companhia"*, me parece evidente que os conceitos de *"benefício particular"* e de *"conflito de interesses"* devem ser entendidos como hipóteses distintas, e que, assim, não se confundem.

22. Dito isso, é importante ressaltar que a decisão impugnada não enfrentou a discussão especificamente relacionada às situações de conflito de interesse e, portanto, não teve o condão de alterar o entendimento da CVM acerca da matéria. E nem poderia, pois, vale insistir, o tema não foi objeto da decisão ora impugnada!

23. As hipóteses de conflito de interesses existem quando o acionista possui um interesse que pode conflitar com o interesse da companhia. Os casos clássicos de conflito de interesses são as deliberações que discutem a celebração de contratos bilaterais entre a companhia e um de seus acionistas. Aliás, foi em uma situação como esta que se inseriu a consulta realizada pela Tractebel à CVM, no Processo RJ2009/13.179, julgado em 09/09/2010, mencionado pela Consulente na página 6 de seu Requerimento (fl. 919).

24. No tocante ao conflito de interesses, há duas grandes correntes que divergem sobre a natureza do "interesse conflitante" e sobre a proibição de voto. Para os defensores do conflito formal, o conflito de interesses seria caracterizado pela simples existência de interesses potencialmente antagônicos entre a companhia e o acionista. Haveria, portanto, uma proibição de voto (controle *ex ante*). Já os defensores do conflito substancial argumentam que o conflito de interesses não poderia ser caracterizado *a priori* e que esse somente existiria quando a deliberação causasse um prejuízo para a companhia. A simples existência de interesses contrapostos entre a companhia e um acionista, não seria, portanto, razão para impedi-lo de votar, ficando o controle do voto sujeito a uma análise posterior sobre o mérito da operação e, especialmente, sobre a comutatividade das condições do negócio celebrado entre a companhia e o acionista (controle *ex post*). Para esta segunda corrente, a realização de um contrato comutativo a preços de mercado entre a companhia e um acionista não caracterizaria uma hipótese de conflito de interesse já que o contrato seria benéfico para ambas as partes.

25. Em minha Manifestação de Voto não entrei no mérito desta questão. No caso em tela, a existência do alegado conflito de interesses pode ser afastada independentemente da natureza desse ser formal ou substancial. Nesse sentido, noto que ao responder à consulta da Tempo Capital, a SEP já havia afastado o argumento relativo à suposta existência de conflito de interesses, embora tenha entendido que existiria benefício particular. Ao analisar o caso, concordei com o entendimento da SEP a respeito da inexistência de conflito de interesses em relação à Companhia e afirmei no item quatro do Voto o seguinte:

*No que diz respeito ao impedimento de voto por parte dos controladores, observo que a SEP corretamente enquadrou a questão como sendo de "benefício particular" e não como "conflito de interesses". As hipóteses de conflito de interesses tratadas no §1º do art. 115 da Lei nº. 6.404/1976 são aquelas onde o acionista tem "interesse conflitante com o da companhia", não abrangendo, portanto, hipóteses onde há somente divergência entre os interesses dos acionistas. No caso em tela, não há que se falar em conflito de interesses em relação à Companhia na apreciação do aumento de capital decorrente do aporte de ativos pela Portugal Telecom pela AGE, dado que a Oi é, em princípio, beneficiária da operação. A diluição maior ou menor que seus acionistas sofrerão não afeta as operações da Companhia ou o seu fluxo de caixa. Na Reorganização Societária ora em apreciação, apenas se comprovado sobrepreço dos ativos a serem aportados pela Portugal Telecom, poder-se-ia considerar prejuízo para a Companhia a qual estaria absorvendo ativos que valeriam menos do que a realidade, estando estes ativos sujeitos à futura baixa de seu valor contábil (impairment).*

26. Note-se, aliás, que o Requerente não apresentou qualquer recurso contra este entendimento da SEP acerca da não caracterização de situação de conflito de interesses. Em seu recurso, a Tempo Capital apenas contestou o entendimento da área técnica relativo ao direito de recesso e à necessidade de aprovação da Operação pelos detentores de ações preferenciais. Não houve qualquer sustentação relacionada ao não acolhimento, pela SEP, da tese relativa ao conflito de interesses, sendo possível concluir, neste ponto, pela ocorrência de preclusão. Em poucas palavras: a Tempo Capital, mesmo ciente de que a SEP não acolheu as suas alegações relacionadas à existência de conflito de interesses, manteve-se inerte a esse respeito, acatando, portanto, a decisão da área técnica, a qual restou, posteriormente, confirmada pelo Colegiado.

27. O entendimento de que a operação da Oi não caracterizaria conflito de interesses não é, portanto, novo e não havia sido, até agora questionado pelo Requerente. Parece-me no mínimo estranho que agora que o Colegiado afastou a existência de benefício particular, a Requerente questione se o entendimento do Colegiado da CVM sobre conflito de interesses mudou ou se a conclusão do Voto estaria equivocada. É uma total mistura de conceitos que, além de despropositada, também é manifestamente intempestiva. Se o conflito de interesses em relação à Companhia não estava presente no caso concreto, o afastamento do direito de voto de acionista – seguindo os precedentes da CVM – só poderia ser considerado caso o benefício particular estivesse caracterizado.

28. Com relação ao benefício particular, a decisão impugnada em nada altera o entendimento do Colegiado

quanto à interdição *a priori* de voto em caso de benefício particular. No caso concreto, o Colegiado entendeu que não havia elementos suficientemente hábeis a caracterizar a presença de benefício particular, diretamente decorrente da deliberação proposta na assembleia, capaz de impedir o voto do acionista controlador.

29. Apenas para que não restem dúvidas, com relação a esse ponto, tenho o mesmo posicionamento da Diretora Relatora, alinhando-me à posição francamente majoritária, se não unânime, tanto da doutrina quanto da CVM, que entende que quando existe “benefício particular” o acionista beneficiado está proibido, *ex-ante*, de votar.

30. Especificamente, o principal ponto da divergência entre a Diretora Relatora e a minha Manifestação de Voto no tocante ao suposto benefício particular foi a discussão sobre se o impacto sobre a companhia e acionistas minoritários seria necessário para a configuração do benefício. Segundo a Diretora Luciana Dias, “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”. Em sentido contrário, manifestei o entendimento de que, nos casos de benefício particular, “a essência da interdição de voto é justamente o potencial impacto negativo na Companhia ou sobre os acionistas minoritários”. Se há qualquer impacto, os acionistas que receberão os benefícios estão proibidos, *ex-ante*, de votar.

31. Ademais, a questão relevante no que diz respeito à decisão ora impugnada como um todo é que, no entendimento da maioria do Colegiado da CVM que se manifestou no caso, para que se possa adotar essa medida extrema – de impedir o exercício do direito de voto de um acionista – é preciso que reste demonstrado que, sob qualquer ângulo e sem qualquer derivação, há um benefício particular para o acionista que, à vista de análise *a priori*, revela-se objetivamente irreconciliável com o regular exercício do direito de voto. Este último deve prestigiar o interesse social. Quaisquer derivações ou inferências como aquelas apontadas pelo Requerente recaem para o campo do eventual ilícito de abuso de poder de controle, mas não para a configuração de benefício particular, que pressupõe, como se sabe, incompatibilidade *a priori* entre o interesse social acima referido e uma vantagem de natureza lícita, porém impeditiva do voto.

## II Os empréstimos aos controladores e a inexistência de conflito de interesses

32. Em segundo lugar, o Requerente alega que a decisão impugnada não teria se manifestado quanto ao fato de que a equalização das dívidas dos controladores da Companhia estaria condicionada à aprovação do aumento de capital (e do laudo de avaliação dos bens da PT) na assembleia da Oi. Segundo o Requerente, essa situação caracterizaria conflito de interesses.

33. Como ressaltado acima, as hipóteses de conflito de interesse previstas no §1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976 abrangem apenas hipóteses onde o acionista tem interesse conflitante com o da companhia. No caso em tela, entendo que a operação – seja considerando apenas a matéria levada à aprovação na assembleia da Oi, seja considerando a operação como um todo, inclusive aquelas realizadas no âmbito das *holdings* – não configura um caso em que certos acionistas possuem interesse conflitante com o da companhia.

34. Por esse motivo, a operação foi analisada – pela SEP, pela Diretora Relatora e por mim, – com o intuito de verificar se os controladores estariam obtendo um “benefício particular” no sentido do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, dado que, por inércia do próprio Requerente, a questão do conflito de interesses não foi submetida à apreciação do Colegiado.

35. Ao final, o entendimento majoritário do Colegiado foi no sentido de que na operação da Oi não havia elementos suficientes para caracterização de benefício particular para os controladores, que os impedisse de votar na assembleia realizada no dia 27/03/2014. A decisão impugnada reconheceu que a reestruturação do Grupo Oi, vista como um todo, produziria alguns efeitos para os controladores que não seriam divididos pelos acionistas minoritários da Oi, mas demonstrou que tais diferenças não constituíam “benefício particular” nos termos da Lei Societária. No caso concreto, a operação teria como efeito prático a diluição da base acionária da companhia, diluindo, de forma idêntica, todos os sócios da Oi, inclusive a controladora.

36. Segundo a Requerente, “*pouco importa o fato de a diluição atingir tanto os acionistas minoritários como os controladores da Companhia. A discrepância, no caso concreto, se dá pelo fato de que, em troca desta diluição, os controladores terão suas dívidas saldadas por meio da concessão de empréstimo (conforme atesta o próprio MOU)*”.

37. Ora, a decisão impugnada não negou que a forma com que a operação foi estruturada poderia mascarar um acordo entre certos integrantes do bloco de controle – **caso os ativos da PT estivessem de fato sobrevalorizados** – no qual a menor diluição dos controladores no plano das *holdings*, obtida através do fator de conversão das debêntures conversíveis, teria sido trocada pela maior diluição de todos os acionistas no plano da Oi. Nessa hipótese, que não foi até então comprovada, teríamos um esquema engendrado por controladores para obter vantagem a que não fazem jus e de que resultaria prejuízo para outros acionistas.

38. Essa é, contudo, a própria definição de voto abusivo na Lei nº 6.404/1976, razão pela qual comentei em meu Voto que a Área Técnica, caso entenda necessário, pode sempre iniciar uma investigação para examinar as premissas, os dados que serviram de base para a preparação do laudo de avaliação e outros fatores que julgue relevante para avaliar a alegação de que os ativos da Portugal Telecom ex-Brasil estão materialmente sobrevalorizados. A partir desta análise, a CVM poderá eventualmente, abrir o devido processo sancionador por abuso do poder de controle.

## III Porque os benefícios indiretos não caracterizam “benéfico particular” para fins do §1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976

39. A terceira alegação da Requerente é de que a decisão do dia 25/03/2014 teria interpretado de forma

equivocada os precedentes do Colegiado que trataram dos benefícios indiretos decorrentes de deliberação assemblear, ignorando a evolução da jurisprudência ao longo dos anos.

40. No Voto que apresentei quando da análise dos recursos, busquei demonstrar que a questão do benefício particular está longe de ser um ponto pacífico nas decisões dessa Casa. Embora o assunto tenha sido menos debatido do que a questão do conflito de interesse, o conceito de benefício particular foi incidentalmente tratado em diversos casos que discutiram a correta exegese da regra do §1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976. O entendimento sobre a matéria se modificou ao longo do tempo, conforme a composição do Colegiado foi se alterando.

41. Nesse sentido, entendo que o argumento de que a jurisprudência do Colegiado acerca do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 seguiu uma trilha evolutiva, em linha reta, ao longo do tempo, além de carecer de qualquer fundamento técnico e se basear nas convicções pessoais do Requerente, não resiste a uma análise mais acurada das decisões pertinentes, tal como foi detalhadamente explicitado no voto. Reitero o entendimento manifestado no Voto no sentido de que todos os acionistas da Oi, independentemente de serem controladores ou minoritários, serão igualmente diluídos como resultado da operação de aumento de capital. Não há que se falar, portanto, em benefício particular decorrente desta aprovação assemblear específica.

42. Nesse sentido, e afora os argumentos que já mencionei neste voto, vale repisar também aquilo que já ficou claro na decisão ora impugnada. A regra do art. 115, §1º da Lei nº 6.404/1976, por ser regra restritiva de direitos merece ser interpretada também de forma restrita. Portanto, o que consubstancia benefício particular, situação que impede o exercício do direito de voto *a priori*, deve ter interpretação estrita. Trata-se de regra básica de hermenêutica jurídica: as normas positivas que estabeleçam restrições ao livre exercício dos direitos submetem-se à interpretação estrita.

43. E não poderia ser diferente, tal como afirmei naquela oportunidade. No Direito Societário, o princípio majoritário é a regra do regime de funcionamento dos órgãos da companhia. As deliberações são tomadas por maioria de votos e, quando conformes com a lei e o estatuto social, vinculam todos os membros, ainda que ausentes ou dissidentes. O princípio majoritário é uma exigência do interesse social, que não pode ser prejudicado pelos interesses e vontades individuais.

44. Além das razões jurídicas acima expostas, entendo que se expandíssemos o conceito de benefício particular de modo a abarcar as vantagens indiretas estaríamos também alterando o racional econômico que parece ter guiado o legislador. Nesse sentido, me reporto aqui à discussão sobre a necessidade de impacto sobre a companhia e seus acionistas, já discutida no item I supra.

#### **IV Análises independentes e o laudo de avaliação**

45. A Requerente afirma que os relatórios dos analistas de *sell side* mencionados no Voto "*não contém qualquer opinião ou análise das citadas instituições acerca dos citados benefícios*" [para a Companhia]. É no mínimo estranha esta argumentação. Para que serviriam analistas de *sell side* se não fosse para emitirem opiniões sobre o impacto dos fatos do dia a dia sobre as companhias? Caso os analistas apenas repetissem o que as companhias estivessem informando, não haveria razão para a existência de *research*! [3]

46. Quanto à falta de menção à manifestação da "consultoria de voto *ISS Governance*", esclareço que a mesma, embora opinando contra a reorganização societária da Oi no relatório datado de 27/03/2014, não emitiu juízo sobre o valor dos ativos ou sobre as premissas utilizadas no laudo dos ativos a serem conferidos ao capital da Companhia pela Portugal Telecom.

47. De todo modo, as referências aos relatórios de analistas de *sell side* e às manifestações sobre o laudo de avaliação tiveram por único objetivo ilustrar a percepção de especialistas de mercado a respeito da reestruturação, não tendo de qualquer forma influenciado a formação da opinião constante do Voto vencedor.

#### **V Objeto da consulta**

48. Quanto à alegação de que a CVM não deve se pronunciar acerca de controvérsias e disputas entre acionistas, acredito que a Requerente está forçando uma interpretação que não condiz com a realidade, nem com o espírito do Voto. Frequentemente a CVM responde a reclamações trazidas por acionistas, sejam minoritários ou controladores, contra outros acionistas, inclusive instaurando procedimentos sancionadores, se for o caso. Portanto, esta Autarquia se pronuncia e continuará se pronunciando em casos envolvendo abuso de poder de controle e noutras situações que exijam a sua manifestação.

49. O que o Voto afirma é que não é papel da CVM coibir o legítimo direito de voto de acionistas quando não há razão legal para impedi-lo. Para que o impedimento de voto, no caso concreto, pudesse ocorrer, seria necessária a caracterização da existência do benefício particular, o que, na opinião da maioria do Colegiado da CVM, não restou provado no caso em tela.

50. Em suma, com base no exposto acima, voto pelo indeferimento de "Requerimento de Reconsideração" protocolado pela Tempo Capital

---

[1] Cf., por exemplo, entre muitos outros: "Os órgãos julgadores não estão obrigados a examinar todas as teses levantadas pelo jurisdicionado durante um processo judicial, bastando que as decisões proferidas estejam devida e coerentemente fundamentadas, em obediência ao que determina o art. 93, inc. IX, da Constituição Federal. Isto não caracteriza ofensa ao art. 535, II, do Código de Processo Civil." STJ, 2ª Turma, REsp nº 1321247/DF, Rel. Ministro Mauro Campbell Marques, j. 07.08.2012, "O Tribunal *a quo* solveu a controvérsia de maneira sólida e fundamentada, apenas não adotando a tese do recorrente. O julgador não precisa responder todas as alegações das partes se já tiver encontrado motivo suficiente para amparar a decisão, nem está obrigado a ater-se nos fundamentos por elas indicados." STJ, 2ª Turma, REsp. nº 708.017-RJ, Min. Rel. Castro Meira, j. 27.09.2005.

[2] Cf.: "Claro está, portanto, que a decisão anterior da CVM já havia refutado, ainda que não expressamente, todos os argumentos aduzidos pela Docas. E, ainda que assim não o tivesse feito, não caberia falar em irregularidade, porquanto a CVM, assim como qualquer órgão julgador, não está obrigada a examinar em suas decisões todos os argumentos aduzidos pelos particulares. O que é imprescindível, isso sim, é que a decisão administrativa seja embasada em fundamentos idôneos que sustentem a sua conclusão". Voto do Diretor Relator Sergio Weguelin nos autos do PA CVM nº. RJ 2004/3601.

[3] Veja-se, por exemplo, a linguagem opinativa utilizada em alguns destes relatórios:

- (i) City Research em 02/10/2013: "Oi/PT merger directionally positive, but large overhang risk" (p. 1);
- (ii) City Research em 13/12/2013: "Although we think that..., there still many questions that need to be answered..."(p.1).
- (iii) Credit Suisse em 02/10/2013: "Our view is that the positive points of Oi's proosed merger with PT explained the price increase of the shares today. But we still do not see clear sailing ahead for Oi" (p.1).
- (iv) Goldman Sachs em 04/10/2013: "Strategically we view the proposed merger of OI-PT as positive in the long term..."(p.1)

Há opiniões, e não meras repetições, em vários outros relatórios: Itaú BBA (02/10/2013); J.P. Morgan (02/10/2013) e Bradesco (02/10/2013).