



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.004415/2016-57

Reg. Col. nº 1616/19

- Acusados:**
- | | |
|---|--|
| 1. Zeinal Abedin Mahomed Bava | 19. Bruno Gonçalves Siqueira |
| 2. Bayard de Paoli Gontijo | 20. Marcos Rocha de Araújo |
| 3. Luís Miguel da Fonseca Pacheco de Melo | 21. Carlos Augusto Borges |
| 4. Fernando Magalhães Portella | 22. José Valdir Ribeiro dos Reis |
| 5. Shakhaf Wine | 23. Andrade Gutierrez S.A. |
| 6. Otávio Marques de Azevedo | 24. Jereissati Telecom S.A.
(atualmente Vertere Participações S.A.) |
| 7. José Mauro Mettrau Carneiro da Cunha | 25. Portugal Telecom SGPS S.A.
(atualmente Pharol S.A.) |
| 8. Fernando Marques dos Santos | 26. BNDES Participações S.A. – BNDESPAR |
| 9. Alexandre Jereissati Legey | 27. Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) |
| 10. Armando Galhardo Nunes Guerra Junior | 28. Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF) |
| 11. Rafael Cardoso Cordeiro | 29. Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS) |
| 12. Sérgio Franklin Quintella | 30. Fundação Atlântico de Seguridade Social |
| 13. Renato Torres de Faria | |
| 14. Pedro Jereissati | |
| 15. Carlos Jereissati | |
| 16. Cristiano Yazbek Pereira | |
| 17. Carlos Fernando Costa | |
| 18. Marcelo Almeida de Souza | |

Assunto: Apurar eventuais irregularidades no âmbito de operação de reestruturação societária, em infração aos arts. 116, parágrafo único, 117, 153, 154, 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976

Relator: Diretor Alexandre Costa Rangel

Voto



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

I. Introdução

1. Este Processo¹ trata da Acusação², formulada pela SPS, em conjunto com a PFE, em face de administradores e acionistas da Companhia, por fatos relacionados à Operação Societária divulgada por meio do Fato Relevante, publicado em 02.10.2013.
2. A Operação Societária deu origem a vários processos administrativos no âmbito da CVM, em especial os Processos Administrativos (i) nº RJ2013/10549, instruído pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”); e (ii) nº RJ2014/6996, instruído pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) (quando em conjunto, “Processos de Origem”).
3. Os Processos de Origem culminaram na instauração deste Processo e do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.004416/2016-00³, que tem por objeto a apuração de supostas irregularidades praticadas por administradores e conselheiros fiscais da Oi na Oferta Pública Global, realizada no contexto da Operação Societária.
4. Conforme detalhado no Relatório, são dois os principais temas tratados pela Acusação no presente Processo. O primeiro diz respeito à estrutura de controle implementada na Companhia (“Estrutura de Controle”), que levou a imputações de abuso de poder de controle (art. 117 da Lei nº 6.404/1976) e desvio de poder (art. 154). O segundo refere-se a possíveis irregularidades verificadas na Operação Societária em si, que justificou a formulação de imputações de violação aos deveres de lealdade (arts. 116 e 155) e de diligência (art. 153).
5. Mais especificamente sobre a Estrutura de Controle da Companhia, foram feitas as seguintes acusações:
 - (i) Abuso de poder de controle (estrutura de controle): são acusados de abuso de poder de controle os Acionistas Controladores (a) Andrade Gutierrez; (b) Jereissati Telecom, atual Vertere; (c) Portugal Telecom, atual Pharol; (d) BNDESPAR; (e) PREVI; (f) FUNCEF; (g) PETROS; e (h) FASS, que teriam infringido o art. 117 da Lei nº 6.404/1976, por exercerem ou participarem de estrutura de controle que vincularia o voto dos Conselheiros de Administração, prejudicando os interesses da Companhia em

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório que antecede este voto (“Relatório”).

² Doc. 0641341.

³ O presente Processo é conexo ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.004416/2016-00, também incluído na sessão de julgamento do dia 30.05.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

benefício do bloco de controle;

- (ii) Abuso de poder de controle (bônus): Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom também são acusados de abuso do poder de controle, em violação ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976, por intervirem na remuneração de administradores, ao concederem bônus à custa do caixa da Oi, em desacordo com a previsão estatutária e violando a remuneração global estabelecida pela assembleia geral;
- (iii) Desvio de poder: são acusados de desvio de poder os Conselheiros Administração **(a)** Luís Melo; **(b)** Shakhaf Wine; **(c)** José Mauro da Cunha; **(d)** Fernando Santos; **(e)** Alexandre Jereissati; **(f)** Armando Guerra; **(g)** Rafael Cordeiro; **(h)** Sergio Quintella; **(i)** Renato Faria; **(j)** Pedro Jereissati; **(k)** Carlos Jereissati; **(l)** Cristiano Pereira; **(m)** Carlos Costa; **(n)** Marcelo Souza; **(o)** Bruno Siqueira; **(p)** Marcos Araújo; **(q)** Carlos Borges e **(r)** José Valdir Reis, que teriam infringido o art. 154 da Lei nº 6.404/1976, ao se sujeitarem à estrutura de controle imposta pelos Acordos de Acionistas e votarem em reuniões do conselho de administração da Companhia conforme orientação dos Acionistas Controladores e contrariamente aos interesses da Companhia.

6. O segundo núcleo de imputações, por sua vez, tratou especificamente de irregularidades relacionadas à transferência do Investimento Rio Forte para a Oi, pela Portugal Telecom, no âmbito do aumento de capital realizado como parte da Operação Societária. O Investimento Rio Forte não constava das demonstrações financeiras da Portugal Telecom que serviram de base para o Laudo de Avaliação dos ativos e passivos bens transferidos para a Companhia. Este segundo núcleo envolve as seguintes acusações:

- (i) Dever de lealdade do acionista controlador: Portugal Telecom é acusada de violação a seu dever de lealdade para com a Companhia e seus acionistas, nos termos do art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976, por não ter apresentado informações financeiras completas e confiáveis no contexto da Operação Societária;
- (ii) Dever de diligência: são acusados de descumprimento do dever de diligência, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, **(a)** Bayard Gontijo, na qualidade de diretor financeiro da Companhia; **(b)** Fernando Portella; **(c)** Shakhaf Wine, na qualidade de membros do conselho de administração da Oi; e **(d)** Otavio Azevedo, na qualidade de membro do conselho de administração da TelPart, por terem negligenciado na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das informações fornecidas pela Portugal



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Telecom;

- (iii) Dever de lealdade: são acusados de descumprimento do dever de lealdade, em infração ao art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976, **(a)** Zeinal Bava, na qualidade de diretor presidente da Companhia; e **(b)** Luís Pacheco, na qualidade de membro do conselho de administração da Companhia, por, deliberadamente, omitirem-se na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e de alertar a Companhia sobre os riscos envolvidos nas aplicações em títulos do GES.

7. Após esta introdução, examino as questões preliminares suscitadas pelos Acusados. Em seguida, reconstituo as principais questões fáticas objeto do Processo e passo às questões de mérito, tratando das acusações relacionadas à Estrutura de Controle da Companhia e das imputações relacionadas à Operação Societária e ao Investimento Rio Forte. Encerro com a conclusão.

II. Preliminares

Ausência de manifestação prévia

8. Luís Melo alega⁴ que, ao contrário dos outros Acusados, não lhe foi dada a oportunidade de se manifestar previamente sobre os fatos, nos termos do art. 11⁵ da então vigente Deliberação CVM nº 538/2006. Por ter domicílio no México, a intimação⁶ a ele dirigida para endereço na cidade de São Paulo, para prestar esclarecimentos no curso da investigação, seria nula. De forma semelhante, o edital de intimação⁷ para que apresentasse suas razões de defesa também seria nulo, o que teria sido reconhecido pela CVM após ter se apresentado espontaneamente no Processo, na medida em que foi concedida a devolução do prazo⁸.

9. Contudo, conforme entendimento pacífico desta Autarquia, o pedido de esclarecimentos ou a oitiva preliminar de investigados em processo administrativo visa dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e a autoria das infrações e auxiliar na boa

⁴ Doc. 0854197 (fl. 36).

⁵ “Art. 11: Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça”.

⁶ Doc. 0591373.

⁷ Doc. 0673040.

⁸ Docs. 0810563 e 0817127.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

instrução do processo. Não se trata de qualquer modalidade de direito subjetivo aos investigados, nem se confundindo com defesa prévia⁹.

10. Além disso, não se verifica qualquer prejuízo ao exercício da ampla defesa e do contraditório pelo acusado, que, após a devolução do prazo de defesa concedido pela CVM, teve acesso integral aos autos. Teve oportunidade para exercer plenamente seu direito de defesa e requerer a produção das provas que considerasse pertinentes, suprindo, assim, eventuais questões que pudessem ter ocorrido durante a fase investigatória¹⁰.

Inépcia da Acusação e cerceamento de defesa

11. Em sede preliminar, alguns dos Acusados alegam que a Acusação seria inepta, por não trazer uma adequada narrativa dos fatos investigados e a necessária individualização de suas condutas, nos termos do art. 6º¹¹ da Deliberação CVM nº 538/2008; e do art. 50, incisos I e II, §1º, da Lei nº 9.784/1999¹². Teriam sido acusados de forma genérica e em prejuízo ao exercício de seus direitos de defesa e do contraditório, garantidos constitucionalmente.

12. Assim alegam PREVI, FUNCEF e PETROS, aduzindo, em linhas gerais, que a Acusação não descreve os atos ou condutas omissivas a elas atribuíveis, que se enquadrariam como violação ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976. Apenas lhes foi imputado igualmente e ao BNDESPAR a participação em estrutura societária que permitiria sujeitar os interesses da Oi a determinado grupo de acionistas, mas sem apontar de modo específico quais condutas teriam sido, de fato, praticadas, de modo a incorrerem em tal abuso. Também não foi indicado em qual das modalidades de abuso de poder elencadas no dispositivo as suas condutas estariam enquadradas.

⁹ PAS CVM nº RJ2013/13355, Dir. Rel. Henrique Machado Moreira, j. 24.11.2016; PAS CVM nº RJ2014/14161, Dir. Rel. Henrique Machado Moreira, j. 04.12.2018; PAS CVM nº 19957.000115/2019-41, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. 22.09.2020; e PAS CVM nº 19957.009206/2018-61, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. 11.04.2023.

¹⁰ Na mesma direção, PAS CVM nº SP2014/0465, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. 06.11.2018; PAS CVM nº 07/2012, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 08.10.2019; PAS CVM nº RJ2019/1068, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. 22.09.2020; e PAS CVM nº 19957.009206/2018-61, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. 11.04.2023.

¹¹ “Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso; e VI – a indicação do rito a ser observado no processo administrativo sancionador.”

¹² “Art. 50. Os atos administrativos deverão ser motivados, com indicação dos fatos e dos fundamentos jurídicos, quando: I - neguem, limitem ou afetem direitos ou interesses; II - imponham ou agravem deveres, encargos ou sanções; (...) 1º A motivação deve ser explícita, clara e congruente, podendo consistir em declaração de concordância com fundamentos de anteriores pareceres, informações, decisões ou propostas, que, neste caso, serão parte integrante do ato.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

13. PREVI, FUNCEF e PETROS alegam que não ostentavam a condição de acionistas controladoras da Companhia e que, dessa forma, não poderiam ser acusadas de exercício abusivo de poder de controle.
14. Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom, por sua vez, apontam que, por razões não esclarecidas, as imputações referentes aos bônus concedidos pelo sucesso da Oferta Pública Global, no tocante aos administradores, foram abordadas no PAS CVM nº 19957.004416/2016-00. Este fato teria prejudicado as suas defesas, pois estão sendo acusados de influenciar uma conduta que não está bem circunstanciada na Acusação, o que iria de encontro ao que exige a Deliberação CVM nº 538/2008.
15. Do mesmo modo, Marcelo Souza e Carlos Costa, acusados na qualidade de conselheiros de administração da Companhia, alegam que a Acusação é imprecisa e peca pela generalidade, não trazendo uma narrativa detalhada e individualizada dos atos que teriam sido por eles praticados com desvio de poder. Essa circunstância os impediria de contrapor adequadamente a tese acusatória, de forma a preservar os seus direitos à ampla defesa e ao contraditório. Para Carlos Costa, a inépcia da Acusação pode ser demonstrada pelo fato de estar sendo acusado de participar de uma situação permanente de subordinação do conselho de administração aos controladores, deduzida a partir de quatro “*situações exemplificativas*”, das quais somente tomou parte de uma, a reunião do conselho de administração de 19.02.2014.
16. Entendo que tais argumentos, preliminares, não procedem.
17. No tocante às alegações de PREVI, FUNCEF e PETROS, observo que a Acusação, na seção II.3.3 da peça acusatória, que engloba os itens 235 a 430, detalha exhaustivamente a sua tese. Trata da suposta abusividade da Estrutura de Controle, implementada na Companhia por meio dos acordos de acionistas que regulavam as relações entre os sócios da TelPart, incluindo o Acordo de Acionistas Geral TelPart, de que eram signatárias as referidas entidades de previdência complementar.
18. A Acusação aponta as disposições pertinentes desses acordos, em especial as que previam as Reuniões Prévias, cujas decisões vinculavam os conselheiros de administração da Companhia. Ainda, apresenta as razões pelas quais entende que tal vinculação operava contrariamente aos interesses da Oi e resultava em exercício abusivo do poder de controle por parte dos signatários do Acordo de Acionistas Geral TelPart, inclusive PREVI, FUNCEF e PETROS. Também são detalhadas algumas situações em que os conselheiros de administração



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

vinculados a este acordo, ao votarem em linha com a orientação aprovada nas Reuniões Prévias, teriam agido com desvio de poder. A peça acusatória, em seus itens 382 a 388, também traz as explicações das entidades sobre a sua participação na Estrutura de Controle tratada nos acordos de acionistas.

19. Também não lhes aproveita o argumento de que a Acusação não apontou em qual das modalidades de abuso de poder elencadas no art. 117 da Lei nº 6.404/1976 suas condutas estariam enquadradas. A Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/1976¹³ registra que a relação constante do §1º do art. 117 trata de *"modalidades mais frequentes de exercício abusivo do poder pelo controlador"* e que o *"projeto não exclui outras hipóteses, que a vida e a aplicação da lei se incumbirão de evidenciar"*¹⁴. Não vislumbro, portanto, qualquer tipo de nulidade na ausência de especificação, pela Acusação, de alguma das modalidades de abuso relacionadas naquele dispositivo.

20. Dessa forma, entendo que a Acusação se desincumbiu satisfatoriamente do ônus de individualizar as condutas de PREVI, FUNCEF e PETROS, apresentando uma adequada narrativa dos fatos investigados e dos elementos necessários à compreensão da imputação a elas direcionada e ao exercício do seu direito de defesa, não havendo que se falar em inépcia da Acusação.

21. A alegação de que não seriam acionistas controladoras da Companhia será enfrentada quando for analisado o mérito das imputações.

22. Também não vislumbro qualquer prejuízo para a defesa da Andrade Gutierrez e da Jereissati Telecom em virtude de a apuração de eventuais irregularidades ligadas aos bônus concedidos pelo sucesso da Oferta Pública Global, realizada pela Oi em 2014, ter sido desdobrada em dois processos. Um deles apura a responsabilidade de administradores; e o presente Processo analisa a conduta das sociedades, na condição de acionistas integrantes do bloco de controle da Companhia.

23. Com efeito, a peça acusatória, na subseção II.3.3.4, itens 340 a 377, relata, com apoio em farta documentação de suporte, como se deram a negociação e o pagamento das gratificações aos administradores da Companhia. Em tais ocasiões, as sociedades AG Telecom

¹³ Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976.

¹⁴ Nessa direção, a CVM editou em 24.01.2000, a Instrução CVM nº 323/2000 (revogada em 06.08.2020 pela Resolução CVM nº 02/2020), adicionando, para o caso das companhias abertas, também exemplificativamente, outras modalidades de condutas abusivas do acionista controlador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

e LF Tel, controladas e sucedidas pelas acusadas Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom, foram citadas como autorizadoras finais da operação. A Acusação identifica o excesso dos valores pagos em relação ao valor global aprovado em assembleia geral e a ausência de aprovação do conselho de administração. Representantes da Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom foram ouvidos, chegando-se, ao final, à tese de que a aprovação do pagamento dos bônus teria partido delas, como controladoras de AG Telecom e LF Tel. Essa tese fundamentou a acusação de ambas de abuso de poder de controle. Portanto, ao contrário do que alegam, as condutas de todos os Acusados e aquelas apuradas no PAS CVM nº 19957.004416/2016-00 estão adequadamente circunstanciadas na Acusação, não havendo que se falar em cerceamento ao direito de defesa.

24. Por fim, quanto ao alegado por Marcelo Souza e Carlos Costa, como mencionado, os itens 235 a 430 da peça acusatória detalham a tese de que seria abusiva a estrutura de controle implementada na Companhia pelos acordos de acionistas. A Acusação afirma que os membros do conselho de administração que se sujeitaram a essa estrutura teriam agido em desvio de poder, violando o art. 154 da Lei nº 6.404/1976. Após a narrativa dos fatos e supostas irregularidades, a Acusação sintetiza, na tabela 18 do item 420, como se deu a votação dos conselheiros de administração vinculados ao Acordo de Acionistas Geral TelPart, nas reuniões em que foram deliberadas determinadas matérias decididas anteriormente nas Reuniões Prévias.

25. Entendo, assim, estarem presentes na peça acusatória todos os elementos necessários **(i)** à compreensão do ilícito imputado a Marcelo Souza e a Carlos Costa; e **(ii)** ao exercício de seu direito de defesa, com a devida delimitação dos elementos de autoria e materialidade. A mesma observação aplica-se aos outros acusados membros do conselho de administração da Companhia.

26. Deve ser ressaltado, ademais, que todos os Acusados tiveram a oportunidade de se manifestar nos autos sobre todas as infrações objeto da Acusação, apresentando extensas defesas escritas em que contestam, de forma robusta e embasada, os argumentos produzidos pela peça acusatória, demonstrando, assim, o exercício pleno de seu direito ao contraditório e à ampla defesa.

27. Afasto, portanto, todas as preliminares suscitadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

III. Mérito

III.1 Estrutura de Controle da Companhia

Introdução

28. Passando às questões de mérito, enfrento primeiramente as acusações relacionadas à Estrutura de Controle, tal como vigente na Companhia à época da deliberação e aprovação, em seus órgãos sociais, da Operação Societária objeto do MOU divulgado em 02.10.2013.

29. Anteriormente ao aumento de capital homologado em 05.05.2014, o controle acionário da Oi era detido por TelPart, que era titular de 53,84% de suas ações ordinárias, 46,28% diretamente e 7,56% por meio da subsidiária integral Valverde. A tabela abaixo registra composição acionária da Companhia à época:

Tabela 1: Composição acionária da Oi antes da Oferta Pública Global¹⁵

Companhias	ON	ON (%)	PN	PN (%)	Total	(%)
TelPart	249.734.835	46,28%	18.289.917	1,53%	268.024.752	14,91%
Valverde	40.814.953	7,56%	0	0%	40.814.953	2,27%
Bratel Brasil	36.367.992	6,74%	215.665.688	18,00%	252.033.680	14,02%
AG Telecom	0	0,00%	69.701.986	5,82%	69.701.986	3,88%
LF Tel	0	0,00%	69.701.555	5,82%	69.701.555	3,88%
BNDES	4.634.853	0,86%	18.287.585	1,53%	22.922.438	1,28%
PREVI	20.124.579	3,73%	36.393.103	3,04%	56.517.682	3,14%
FUNCEF	0	0%	1	0%	1	0%
BlackRock Inc.	0	0%	66.171.636	5,52%	66.171.636	3,68%
Administradores	45.162	0,1%	105.313	0,01%	150.475	0,01%
Free Float	187.840.154	34,81%	630.952.925	62,80%	939.750.717	52,30%
Ações em tesouraria	84.250.695	-	72.808.066	6,08%	157.058.761	8,74%
Total	599.008.629	100%	1.198.077.775	100%	1.797.086.404	100%

30. A TelPart, por sua vez, possuía a composição acionária descrita na figura a seguir:

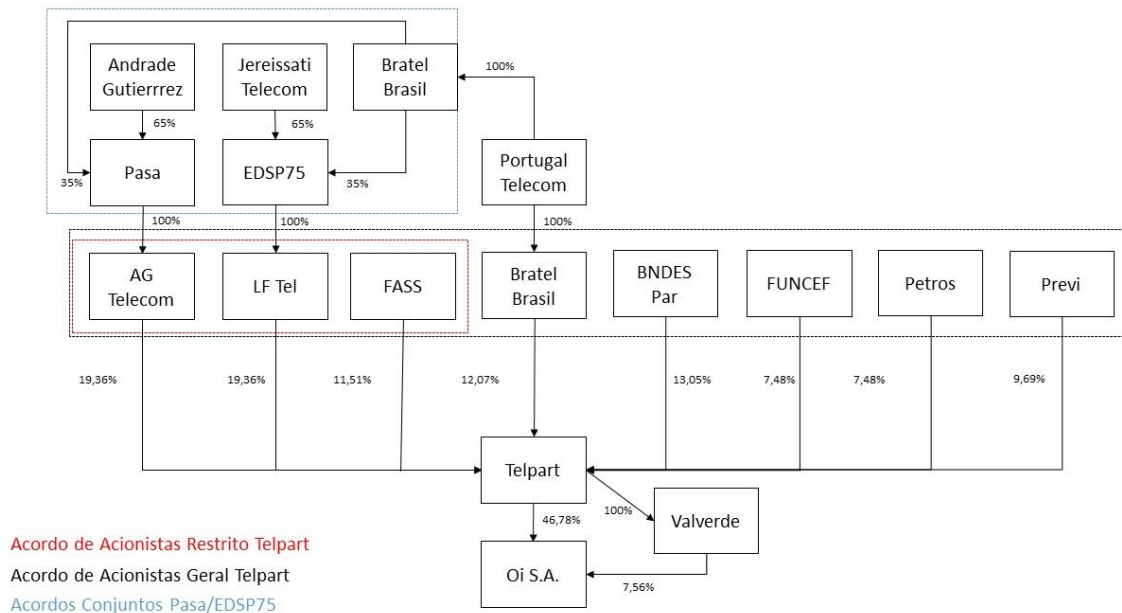
¹⁵ Doc. 0150133, fl. 75.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Figura 1: Composição acionária (ON) da TelPart e acordos de acionistas



31. No âmbito da TelPart vigiam, à época da celebração do MOU, acordos de acionistas vinculados entre si, referenciados na figura acima, que foram firmados por seus acionistas diretos e indiretos em 25.04.2008, com aditivos datados de 25.01.2011. Segundo a Acusação, as disposições dos acordos levavam a que vigorasse na Oi uma estrutura de controle acionário abusiva, que, em prejuízo da Companhia, subordinaria os seus administradores aos interesses de seus controladores.

32. Antes de analisar se o disposto nos instrumentos valida a tese da Acusação, cabe contextualizar que, em 03.08.1999, os então acionistas da TelPart, entre eles Andrade Gutierrez, LF Tel e BNDESPAR, já haviam firmado acordo de acionistas para regular o exercício do direito de voto na sociedade e em suas controladas¹⁶. Assinou como interveniente a FIAGO Participações S.A. (“FIAGO”), de que eram acionistas as entidades de previdência complementar PREVI, PETROS, FUNCEF e FASS. A sociedade FIAGO aderiria ao referido acordo e passaria a ser titular dos mesmos direitos e obrigações das partes, tão logo obtivesse as autorizações governamentais necessárias. Alguns dos acionistas também haviam firmado outro acordo de acionistas, em 28.07.1999¹⁷, para instituir o direito de preferência para

¹⁶ Doc. 0755977 (fl. 81-90).

¹⁷ Disponível em <https://sistemas.cvm.gov.br/>.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

aquisição de ações uns dos outros¹⁸.

33. Esses acordos foram revogados em 25.04.2008, quando os então acionistas da TelPart AG Telecom, LF Tel, ASSECA Participações S.A. (“ASSECA”)¹⁹, BNDESPAR, FASS e FIAGO firmaram o Acordo de Acionistas Geral TelPart²⁰, de modo a refletir determinadas reestruturações societárias na sociedade e regular determinados aspectos de suas relações como acionistas, nos termos do art. 118 da Lei nº 6.40/1976. O Acordo de Acionistas Geral TelPart unificou e ampliou as disposições dos dois acordos anteriores.

34. O instrumento previu que as ações de emissão da TelPart detidas por FIAGO seriam transferidas (i) para PREVI, PETROS e FUNCEF, que passariam, então, a ter no acordo todos os direitos e obrigações das partes; e (ii) para FASS, que teria a sua participação na TelPart aumentada²¹.

35. A Cláusula III do Acordo de Acionistas Geral TelPart previa a realização de Reuniões Prévias Gerais de Acionistas, antes de qualquer assembleia geral ou reunião do conselho de administração da TelPart e da Oi. Deveriam ser decididas nas Reuniões Prévias Gerais de Acionistas, por maioria, as matérias a serem deliberadas nas assembleias gerais ou reuniões do conselho de administração da TelPart e da Oi, com exceção de um conjunto de matérias sujeitas a quóruns especiais de aprovação de 66,67%, 70 % e 84%. As decisões tomadas nas Reuniões Prévias Gerais de Acionistas vinculariam, nas assembleias gerais, os signatários do acordo, que deveriam, também, fazer com que seus representantes nos conselhos de administração da TelPart e da Oi votassem de acordo com o que nelas fosse decidido²².

36. Segundo a Cláusula IV do Acordo de Acionistas Geral TelPart, a maioria dos membros dos conselhos de administração da TelPart e da Oi seria indicada, em conjunto, por AG

¹⁸ A redação então vigente do art. 118 da Lei nº 6.404/1976 não previa os acordos para o exercício do poder de controle, introduzidos pela reforma de 2001, mas tão somente os acordos (i) de compra e venda de ações e direito de preferência; e (ii) para o exercício do direito de voto. Confira-se a redação vigente à época: “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, ou exercício do direito de voto, deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.”

¹⁹ A ASSECA, na mesma data, transferiu suas ações para a AG Telecom e para a LF Tel.

²⁰ Doc. 0591324.

²¹ “8.24. As Partes manifestam sua concordância com a transferência das ações de emissão da Companhia pertencentes à FIAGO para PREVI, PETROS, FUNCEF e FASS em decorrência de reestruturação societária da FIAGO, reconhecendo, expressamente, que não serão aplicadas a esta transferência nenhuma das disposições previstas nesta Cláusula VIII.”

²² “3.1. As Partes deverão reunir-se previamente a qualquer Assembleia Geral ou Reunião do Conselho de Administração. Nas Reuniões Prévias Gerais, cada Ação ordinária Afetada terá direito a 1 (um) voto e as decisões tomadas deverão ser registradas por escrito e vincularão os votos de todas as Partes na respectiva Assembleia Geral, sendo certo, ainda, que as Partes obrigam-se a fazer com que seus representantes, nas Reuniões do Conselho de Administração, votem de acordo com o que for decidido nas Reuniões Prévias Gerais e a diligenciar para sua implementação.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Telecom, LF Tel e FASS. Os outros acionistas teriam o direito de indicar um conselheiro em cada companhia, para cada 9% detidos em ações ordinárias da TelPart. A diretoria, por sua vez, teria três integrantes, conforme dispunha a Cláusula V, sendo (i) o diretor presidente e mais um indicado por AG Telecom, LF Tel e FASS; e (ii) o outro por FIAGO, de modo que, após a sua reorganização, esta indicação caberia a PREVI, PETROS e FUNCEF²³.

37. Também em 25.04.2008, AG Telecom, LF Tel e FASS celebraram entre si o Acordo de Acionistas Restrito TelPart²⁴, vinculado ao Acordo de Acionistas Geral TelPart, de modo a estabelecer obrigações e direitos adicionais como acionistas da TelPart, sem prejuízo do disposto no acordo geral. Em especial, ficou acordada a realização de Reuniões Prévias Restritas de Acionistas, antes da realização das Reuniões Prévias Gerais de Acionistas, para definir, por maioria, o voto a ser proferido por AG Telecom, LF Tel e FASS nas Reuniões Prévias Gerais de Acionistas²⁵.

38. Em 25.01.2011, foi assinado um aditivo ao Acordo de Acionistas Geral TelPart²⁶, de modo a refletir a entrada da Portugal Telecom no grupo, que se deu pela subscrição, por sua subsidiária Bratel Brasil, de parcela do capital social da TelPart e da Oi²⁷⁻²⁸. Conforme delimitado na Figura 1 supra, após esse aditivo, o Acordo de Acionistas Geral TelPart passou a ter como partes AG Telecom, LF Tel, FASS, Bratel Brasil, BNDESPAR, FUNCEF, PETROS e PREVI.

²³ O acordo também relacionava os princípios que norteariam o exercício do direito de voto pelas partes nas assembleias gerais da TelPart e trazia estipulações sobre (i) oneração de ações; (ii) direito de preferência na transferência e subscrição de ações; (iii) direito de venda conjunto; (iv) transferência de controle das partes; (v) direito de venda conjunta; e (vi) preferência em novos negócios.

Em sua Cláusula XXII, o acordo também previa uma reorganização da FIAGO, que resultaria na transferência das ações por ela detidas na TelPart para suas acionistas PREVI, PETROS, FUNCEF e FASS. Esta transferência se deu na mesma data de 25.04.2008, quando então as três primeiras entidades aderiram ao acordo e passaram a ter os mesmos direitos e obrigações das partes e, a última, que já era parte, teve sua participação acionária na TelPart aumentada (Doc. 0591325, fl. 4, itens I a III do preâmbulo).

²⁴ Doc. 0591326.

²⁵ “3.1 Os Acionistas deverão se reunir previamente a qualquer Reunião Prévia Geral a ser realizada no âmbito do Acordo de Acionistas Geral, de forma a definir o voto a ser proferido nas referidas reuniões. Nas Reuniões Prévias realizadas no âmbito deste Acordo de Acionistas, cada Ação Afetada terá direito a 1 (um) voto e as decisões tomadas deverão ser registradas por escrito e vincularão os votos de todos os Acionistas na respectiva Reunião Prévia Geral. 3.2. As matérias submetidas aos Acionistas em Reuniões Prévias serão decididas e aprovadas mediante voto favorável de Acionistas titulares de 50%+1 (cinquenta por cento mais uma) das Ações Afetadas.”

²⁶ Doc. 0591325.

²⁷ As ações foram adquiridas pela Bratel Brasil de BNDESPAR, FUNCEF, PETROS e PREVI.

²⁸ Conforme exposto no Considerando IV do aditivo ao Acordo de Acionistas Geral TelPart (Doc. 0591325, fl. 4), a entrada da Portugal Telecom na composição acionária de TelPart e Oi, por meio da Bratel Brasil, foi consequência da parceria estratégica firmada em 28.07.2010 entre essas sociedades, por meio de um Termo de Intenções, com o objetivo de desenvolver um projeto luso-brasileiro de telecomunicações de projeção global (“Aliança Industrial”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

39. Em vista das alterações na composição acionária da TelPart, o aditivo alterou os quóruns especiais de aprovação de matérias nas Reuniões Prévias Gerais, que passaram de 66,67%, 70% e 84% para 75%, 77% e 87,4%, respectivamente. Foi mantida a previsão de que a maioria dos conselheiros de administração da TelPart e da Oi deveria ser indicada por AG Telecom, LF Tel e FASS. Os demais acionistas permaneceram com o direito de indicar um conselheiro em cada companhia, para cada 7% detidos em ações ordinárias de emissão da TelPart. A diretoria, por sua vez, passou a contar com quatro integrantes, sendo o diretor adicional indicado pela Bratel Brasil.

40. O Acordo de Acionistas Restrito TelPart também teve um aditivo assinado em 25.01.2011²⁹, de modo a (i) regular questões relacionadas à transferência de ações pelas partes, AG Telecom, LF Tel e FASS; e (ii) refletir as alterações acionárias causadas pela entrada da Portugal Telecom no grupo. O instrumento registrou que, após essas alterações, as partes passaram a deter, em conjunto, 50,23% das ações ordinárias de emissão da TelPart, assim distribuídas entre AG Telecom (19,36%), LF Tel (19,36%) e FASS (11,51%).

41. Por fim, a operação que implementou a entrada da Portugal Telecom, por meio da Bratel Brasil, no capital da TelPart e da Oi, em 25.01.2011, também previu a subscrição, pela Bratel Brasil, de 35% do capital social da EDSP75 e da Pasa, que detinham, respectivamente, a totalidade do capital social de LF Tel e a AG Telecom, acionistas diretas da TelPart. Os outros 65% do capital social de EDSP75 e Pasa permaneceram com Jereissati Telecom e Andrade Gutierrez, respectivamente, conforme ilustra a Figura 1 supra.

42. Com isso, em 25.01.2011, houve também a assinatura de mais dois acordos de acionistas (“Acordos Conjuntos”), sendo (i) um deles no âmbito da EDSP75, entre Jereissati Telecom e Bratel Brasil (“Acordo EDSP75”)³⁰; e (ii) o outro no âmbito da Pasa, entre Andrade Gutierrez e Bratel Brasil (“Acordo Pasa”)³¹. Os Acordos Conjuntos eram vinculados entre si e, também, com o Acordo de Acionistas Geral TelPart e com o Acordo de Acionistas Restrito TelPart. Os Acordos Conjuntos previam a realização de uma Reunião Conjunta entre Jereissati Telecom, Andrade Gutierrez e Bratel Brasil (subsidiária integral da Portugal Telecom) para orientar os votos de (i) LF Tel e AG Telecom nas Reuniões Prévias Restritas de Acionistas; (ii) LF Tel, AG Telecom e Bratel Brasil nas Reuniões Prévias Gerais de Acionistas; e (iii) seus

²⁹ Doc. 0591327.

³⁰ Doc. 0591314.

³¹ Doc. 0591315.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

representantes nas reuniões dos conselhos de administração da TelPart e da Oi³².

43. Ante o exposto, a estrutura decisória descrita acima – conformada por todos os acordos de acionistas mencionados, que previam, antes das reuniões do conselho de administração da Oi, a realização, nessa ordem, das Reuniões Conjuntas, Reuniões Prévias Restritas de Acionistas e Reuniões Prévias Gerais de Acionistas – foi considerada abusiva pela Acusação. Isso porque as deliberações do conselho de administração estavam vinculadas às deliberações dessas outras reuniões. Ao deliberarem antes do conselho de administração, os acionistas da TelPart poderiam interferir diretamente nas decisões do órgão social, o que excederia os direitos que possuíam na qualidade de acionistas.

44. Ademais, a previsão de Reuniões Prévias sucessivas e de voto em bloco dos conselheiros vinculados ao Acordo de Acionistas Geral TelPart, no qual AG Telecom, LF Tel e FASS detinham 50,23% de participação, faria com que o conselho de administração da Companhia, segundo a Acusação, se submetesse, ao fim e ao cabo, às decisões tomadas (i) por AG Telecom e LF Tel, que prevaleciam nas Reuniões Prévias Restritas de Acionistas³² ou (ii) por AG Telecom, LF Tel e Bratel Brasil – e em última instância, por seus controladores finais, Andrade Gutierrez, Jereissati Telecom e Portugal Telecom, – nas Reuniões Conjuntas. Nas palavras da Acusação, *“as decisões eram na prática tomadas, não nas reuniões de conselho de administração da Oi, mas sim nas Reuniões Prévias ou nas Reuniões Conjuntas, ou seja pelos Grupos Jereissati e Andrade Gutierrez, contando às vezes com a participação do Grupo Portugal Telecom”*³³.

45. A falta de independência dos conselheiros de administração também seria reforçada, na visão da Acusação, conforme apurado em depoimentos colhidos na fase de investigação, pelo fato de que, na presença de argumentos ou ponderações divergentes em alguma reunião do conselho de administração, a matéria era retirada de pauta e retornava para alinhamento em Reunião Prévia Geral. Para a Acusação, esse procedimento comprovaria a impossibilidade de os conselheiros votarem de forma diversa ao deliberado nas Reuniões Prévias.

³² “4.1. Reuniões Prévias Conjuntas. A LA FONTE e a Portugal Telecom, e também a AG LTDA., esta na qualidade de parte essencial deste Acordo, obrigam-se a realizar Reunião Prévia Conjunta previamente a quaisquer Reuniões Prévias AG/LF/FASS e Reuniões Prévias Gerais a serem realizadas no âmbito do Acordo de Acionistas AG/LF/FASS e do Acordo de Acionistas Geral, para os fins e observado o disposto nesta Cláusula. 4.1.1. (...) os Acionistas e a LA FONTE, por meio das Reuniões Prévias Conjuntas, observado o disposto na Cláusula 4.5, determinarão o sentido e conteúdo do voto a ser exercido pela AG e pela LF TEL em relação às Matérias Qualificadas nas Reuniões Prévias AG/LF/FASS e pela AG, pela LF TEL e pela Portugal Telecom nas Reuniões Prévias Gerais e dos seus representantes nas reuniões dos Conselhos de Administração da Telemar Participações e de suas Controladas Relevantes (...).”

³³ Doc. 0641341, item 253.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

46. Os acordos de acionistas, portanto, com sua inter-relação e sua disciplina de Reuniões Prévias e vinculação das decisões, comprometeriam a independência dos conselheiros de administração da Oi e permitiriam que os interesses da Companhia fossem preteridos em prol dos interesses de seus controladores.

47. A Acusação ressalta que a estrutura de controle abusiva, imposta por meio dos acordos de acionistas, teria caráter permanente. Em favor dessa tese, foram descritas as seguintes três situações exemplificativas do modo como o núcleo do bloco de controle, por meio das Reuniões Prévias, tomava decisões que visavam o seu benefício particular, em detrimento do melhor interesse da Oi: **(i)** a aprovação das etapas societárias e contratos previstos no MOU anunciado em 02.10.2013; **(ii)** a renegociação do Investimento Rio Forte; e **(iii)** a renegociação de créditos de titularidade da Companhia oriundos da alienação de linha de negócios da iG para a Ongoing, acionista da Portugal Telecom.

48. Em vista desses fatos, Andrade Gutierrez, Jereissati Telecom e Portugal Telecom, controladores, respectivamente, de AG Telecom, LF Tel e Bratel Brasil (esta última posteriormente incorporada pela TelPart e extinta), bem como BNDESPAR, PREVI, FUNCEF, FASS e PETROS, estão sendo acusadas de infração ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976. Assim, foram acusadas **(i)** Andrade Gutierrez, Jereissati Telecom e Portugal Telecom “*por exercer*”; e **(ii)** BNDESPAR, PREVI, FUNCEF, FASS e PETROS “*por participar*” de “*estrutura de controle que permite definir a pauta das reuniões do conselho de administração da Oi e vincular o voto dos conselheiros da Oi sem a autorização da assembleia geral de forma a sujeitar e prejudicar os interesses da Oi em benefício do bloco de controle dos acionistas da TelPart*”.

49. A Acusação também entende que os Conselheiros de Administração violaram seus deveres fiduciários, pois teriam subordinado os interesses da Companhia aos interesses do bloco de controle, ao se sujeitarem à estrutura instituída pelos acordos de acionistas, que comprometia a sua independência.

50. Fariam prova dessa sujeição as supracitadas situações – aprovação das etapas do MOU, renegociação do Investimento Rio Forte e renegociação da iG –, em que os conselheiros de administração teriam deliberado de acordo com o decidido nas Reuniões Prévias e não conforme o interesse da Companhia, mesmo em face de insuficiência de informações e diante de sinais de alerta que exigiriam diligências adicionais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

51. Nesses termos, os Conselheiros de Administração foram acusados de agir em desvio de poder, em infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/1976, “*por subordinar os interesses da Oi aos interesses de acionista controlador, (...) ao sujeitar-se à dinâmica estabelecida pelos Acordos de Acionistas e, nessa condição, deliberar em reunião do Conselho de Administração*”.

Suposto não enquadramento como controlador (PREVI, PETROS e FUNCEF)

52. Antes de decidir sobre o mérito das imputações, aprecio a alegação de PREVI, PETROS e FUNCEF (“PPF”) de que não poderiam ser acusadas de exercício abusivo de poder de controle, pois o controle acionário da Companhia era exercido, de fato, (i) por AG Telecom, LF Tel e FASS, por meio das Reuniões Prévias Restritas de Acionistas; ou (ii) por AG Telecom, LF Tel e Portugal Telecom, nas Reuniões Conjuntas, como a própria Acusação reconheceria. Acrescentam PPF que, nos termos do Acordo de Acionistas Geral TelPart, indicavam, cada uma, somente um conselheiro de administração para a Oi, enquanto AG Telecom, LF Tel e FASS elegiam a maioria dos conselheiros.

53. Aduzem que a doutrina é clara no sentido de que a assinatura de acordo de acionistas no âmbito de determinada companhia, por si só, não transforma um eventual signatário em acionista controlador ou integrante do bloco de controle, entendimento que seria compartilhado pela jurisprudência da CVM, citando, nessa direção, decisão proferida pelo Colegiado no Processo Administrativo CVM nº RJ 2001/7547, em 16.07.2002.

54. Passo a decidir.

55. A peça acusatória, de fato, identifica no Acordo Geral de Acionistas TelPart um núcleo de controle formado por AG Telecom, LF Tel e FASS, que, detendo 50,23% das ações ordinárias de emissão da Telpart, conseguia prevalecer nas Reuniões Prévias Gerais de Acionistas, além de eleger a maioria dos conselheiros de administração da Companhia. Dentro deste núcleo, AG Telecom e LF Tel conseguiriam se impor sobre FASS.

56. Além disso, havia um outro núcleo de controle, um nível acima, formado por AG Telecom, LF Tel e Bratel Brasil, que, depois de deliberar nas Reuniões Conjuntas, teria maioria nas Reuniões Prévias Restritas de Acionistas e, conseqüentemente, nas Reuniões Prévias Gerais de Acionistas.

57. Daí ter a Acusação afirmado que “*as decisões eram na prática tomadas*” pelas acusadas Andrade Gutierrez, Jereissati Telecom e Portugal Telecom, controladoras de AG Telecom, LF Tel e Bratel Brasil, respectivamente. Porém, não obstante ter reconhecido a existência desses



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

núcleos decisórios, a Acusação concluiu que o conjunto de acionistas da TelPart, por meio do Acordo Geral de Acionistas TelPart, exercia o controle acionário da Oi, tendo explicitado que “[o] *bloco de controle, à época dos fatos era constituído por: AG Telecom, LF Tel, BNDESPar, PREVI, FUNCEF, FASS, PETROS e Bratel Brasil*”³⁴.

58. De fato, apesar da impropriedade da divisão entre acionistas que exercem e outros que participam do bloco controle, considerando que o poder de controle é exercido de forma unitária, entendo que assiste razão à Acusação na categorização de PPF como acionistas controladores da Companhia.

59. A questão específica do caso concreto não é nova e já foi enfrentada anteriormente pela CVM. O Colegiado examinou o tema e chegou à mesma conclusão, em decisão tomada em 25.03.2014 no Processo Administrativo CVM RJ2013/10913³⁵. Na ocasião, foi apreciado recurso da Oi contra decisão da SEP que determinou que fosse reapresentado o formulário previsto no art. 11³⁶ da então vigente Instrução CVM nº 358/2002, com a correção da informação sobre a participação dos acionistas controladores no capital da Companhia. Do referido formulário, constavam apenas as participações de TelPart e Valverde, mas a SEP entendeu que deveriam constar também as informações referentes a todos os acionistas da TelPart, que seriam controladores indiretos da Oi.

60. Em seu recurso, a Companhia alegou que não deveria reapresentar o formulário, pois somente o Acordo de Acionistas Restrito TelPart trataria efetivamente do exercício do poder de controle da TelPart e que seus signatários (AG Telecom, LF Tel e FASS) detinham ações preferenciais da Oi. Por sua vez, segundo alegado pela Companhia à época, os outros acionistas da TelPart (Bratel Brasil, BNDESPAR e PPF) não seriam controladores, por não possuírem individualmente ou em conjunto mais de 50% das ações ordinárias de emissão da Companhia.

61. Contudo, o Colegiado³⁷ concluiu que todos os acionistas da TelPart eram controladores da Oi e o formulário deveria ser corrigido. Observou que, além da própria TelPart declarar em seu formulário de referência que todos os seus acionistas eram integrantes do bloco de controle

³⁴ Doc. 0641341 (item 427).

³⁵ Doc. 0591311.

³⁶ “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.”

³⁷ Disponível https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140325_R1/20140325_D07.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

da Companhia, uma análise do Acordo Geral de Acionistas TelPart também conduziria à conclusão de que o controle da TelPart e, conseqüentemente, da Oi era compartilhado por todos os seus signatários.

62. O referido acordo contemplaria disposições tipicamente inseridas em acordos para a formação de bloco de controle, diversos daqueles celebrados, por exemplo, para a proteção de minorias. Especificamente, a Diretora Relatora citou a previsão de quóruns qualificados de deliberação em Reuniões Prévias de acionistas da TelPart sobre matérias relativas à condução ordinária dos negócios da TelPart, como a aprovação do orçamento anual e planos de investimento plurianuais, que não poderiam ser aprovadas isoladamente por AG Telecom, LF Tel e FASS.

63. Não faço reparos a essa decisão. De modo a verificar se havia compartilhamento do controle entre todos os acionistas da TelPart (ou se AG Telecom, LF Tel e FASS conseguiam se impor perante os demais), devem ser analisadas as disposições do acordo, como fez a CVM na supracitada decisão, em linha com a jurisprudência deste Colegiado³⁸. É este também o entendimento pacífico da doutrina, *in verbis*:

“No entanto, o simples fato de existir um acordo de voto entre um acionista ou grupo majoritário e um acionista minoritário relevante, a fim de assegurar determinados direitos especiais a tal minoritário, não implica necessariamente que o controle esteja sendo exercido de forma compartilhada. Para que o acordo de acionistas possa configurar hipótese de controle compartilhado com o acionista minoritário é imprescindível que, em função dos direitos que lhe são atribuídos, fique claro que o grupo controlador abriu mão de seu poder de determinar, isoladamente, as decisões

³⁸ Nesse sentido o Colegiado no julgamento do PAS CVM nº RJ2001/9686, em 12.08.2004, acompanhou o voto do Diretor Relator Luiz Antônio de Sampaio Campos, que consignou que “o disposto no artigo 116, caput da Lei nº 6.404/76 ao dizer que ‘entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto...’ não significa dizer que qualquer grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto seja, necessariamente, acionista controlador, ainda que do acordo de acionistas vincule ações que representam o controle da companhia. A título meramente exemplificativo vejam-se os casos onde o acionista controlador isolado celebra acordo de acionistas com acionistas minoritários relevantes regulando a forma do exercício de alguns direitos, o que a CVM já, em diversas ocasiões, reconheceu ser natural e não significar que este acionista minoritário, por isso, torna-se acionista controlador ou membro do grupo de controle. Isso serve para demonstrar que para se dizer se determinado acionista membro de acordo de acionista é ou não acionista controlador ou parte do grupo de controle necessário se faz que se adentre nas cláusulas e condições do acordo de acionistas, de modo a se assegurar, se, de fato, aquele acionista reúne as condições de acionista controlador.” Da mesma direção, no PAS CVM nº RJ2012/4062, j. 17.12.2013, o Diretor Relator Otávio Yazbek registrou que “o simples fato de um acionista minoritário celebrar um acordo de acionistas com o controlador não tem o condão de, automaticamente, torná-lo parte do bloco de controle. Esta conclusão depende da análise das cláusulas do acordo de acionistas, que deve verificar o grau de ingerência daquele acionista na Companhia, bem como a natureza do vínculo corporificado naquele instrumento”. (grifou-se)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

da assembleia geral e de eleger a maioria dos administradores”³⁹.

64. PPF defendem a necessidade de se observar o teor do acordo e a distribuição de direitos entre as partes, pois a mera participação em acordo de acionistas não tornaria o signatário, automaticamente, parte do bloco de controle. Para tanto, deveria ser verificado qual acionista ou grupo de acionistas atendia aos requisitos previstos no art. 116, caput, da Lei nº 6.404/1976⁴⁰.

65. Citam, nesse sentido, a decisão tomada no Processo Administrativo CVM nº RJ2001/7547, sobre controvérsia envolvendo acordo de acionistas firmado entre duas sociedades, em situação em que (i) a primeira, com 50% das ações com direito a voto, prevalecia nas deliberações assembleares e elegia a maioria dos administradores; e (ii) a segunda, com 20% das ações com direito a voto, tinha assegurada, pelo acordo de acionistas, apenas a participação no conselho de administração da companhia e o direito de veto com relação a certas deliberações, tais como a extinção do conselho de administração ou do conselho fiscal, ou a modificação de suas competências estatutárias. O Colegiado, em 16.07.2002, decidiu que o poder de veto em matérias isoladas não era suficiente para caracterizar determinado acionista como integrante do bloco de controle.

66. Contudo, ao contrário do que alegam as defesas, a situação fática tratada no precedente acima em nada se assemelha à que aqui se analisa neste Processo. A amplitude do disposto no Acordo Geral de Acionistas TelPart excedia, em muito, as cláusulas de veto a favor do minoritário, previstas no acordo de acionistas objeto do Processo Administrativo CVM nº RJ2001/7547. No caso do presente Processo, a relação de matérias que deveriam ser decididas nas Reuniões Prévias, antes de serem deliberadas pela assembleia geral e pelo conselho de administração da Oi, era robusta e extensa, abarcando diversos temas relevantes para a condução dos negócios da Companhia.

67. Para a decisão sobre essas matérias, após o aditivo de 25.01.2011, exigia-se quórum qualificado de 75%, 77% e 87,4%, o que as deixava fora do alcance do poder unitário de decisão de AG Telecom, LF Tel e FASS, que dispunham, em conjunto, de 50,23% das ações ordinárias da TelPart e unificavam seus votos por meio do Acordo de Acionistas Restrito TelPart. Mesmo somando-se a participação da Bratel Brasil, ainda assim a participação resultante desse bloco

³⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, vol. II, São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 229.

⁴⁰ “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. ”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

de controle estendido, de 62,3%, não atingiria o menor dos quóruns qualificados acima descritos.

68. Como bem observou o Colegiado no precedente relacionado ao próprio bloco de controle da Oi, no Processo Administrativo CVM RJ2013/10913⁴¹, algumas dessas matérias diziam respeito à gestão dos negócios sociais, como a aprovação do orçamento anual e planos de investimento plurianuais, podendo ser citadas outras nessa mesma direção, como a aprovação do diretor presidente da Companhia e a política de remuneração de administradores⁴².

69. A exigência de consenso para essas matérias indicava, no meu sentir, que o Acordo Geral de Acionistas TelPart implicava na direção conjunta das atividades sociais por seus signatários, em típica condição de controle compartilhado. Não se pode considerar, no caso concreto, que a exigência de quórum qualificado visava apenas, como exemplifica a doutrina⁴³, uma mera proteção das acionistas PPF e BNDESPAR contra decisões que alterassem, por exemplo, a estrutura societária ou seus direitos essenciais junto à TelPart e à Companhia. Não vislumbro, nas características específicas dos direitos assegurados à PPF e ao BNDESPAR por meio do Acordo Geral de Acionistas TelPart, apenas elementos singelos defensivos contra decisões relevantes. Ao contrário, PPF e BNDESPAR eram titulares de direitos importantes no contexto do bloco de controle da Oi.

70. Observe-se, também, que o fato de os conselheiros de administração da Oi terem que votar em bloco nas reuniões do órgão social fazia com que o poder de eleger a maioria dos conselheiros⁴⁴, detido por AG Telecom, LF Tel e FASS, não lhes aproveitasse no tocante ao

⁴¹ Doc. 0591311.

⁴² Doc. 0591325, Cláusula 3.2.1.

⁴³ “Matérias relevantes são, à evidência, objeto de quórum qualificado ou veto em acordos de espécie de que ora se trata. Assim, a indicação dos auditores independentes, alteração nas práticas contábeis, distribuição de lucros acima ou abaixo do mínimo obrigatório, redução de capital, alteração do estatuto social para fins de reduzir o número de membros do conselho, operações de reorganização societária ou que envolvam aquisição de investimento relevantes, constituição de ônus reais ou prestação de garantias a terceiros acima de determinado valor preestabelecido e operações com partes relacionadas são itens que normalmente integram o rol de matérias que exigem a aquiescência do acionista investidor relevante, que deseja exercer influência significativa no âmbito da sociedade, porém sem compartilhar o poder de mando da organização.” (grifou-se) (BOCATER, Maria Isabel do Prado, *Poder de Controle e Influência Significativa*, In Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem à Modesto Carvalhosa, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 844-845).

⁴⁴ Como apontou o Diretor Relator Pablo Renteria, em seu voto no PA CVM nº 19957.009575/2017-73, acompanhado por unanimidade pelo Colegiado em 04.09.2018, “a presença desse requisito no texto legal revela a ênfase que o legislador atribuiu à formação da maioria do conselho de administração como elemento essencial do poder de controle. Afinal, como as decisões no âmbito do referido órgão obedecem usualmente ao princípio majoritário, o acionista ou o grupo de acionistas que for capaz de eleger a maioria de seus membros tem, para si, o poder de orientar a atuação dos órgãos de administração e, dessa forma, a condução dos negócios da companhia”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

controle da Companhia. Ora, todos os membros do conselho de administração teriam que seguir a orientação das decisões tomadas nas Reuniões Prévias Gerais de Acionistas, fórum em que a maioria acionária dos acionistas AG Telecom, LF Tel e FASS não preponderava nas diversas e relevantes matérias ali qualificadas⁴⁵.

71. Concluindo, pelas razões expostas acima, em vista do disposto no Acordo Geral de Acionistas TelPart, PREVI, FUNCEF e PETROS devem ser consideradas como integrantes do bloco de controle da Oi, na época dos fatos analisados no presente Processo, juntamente com AG Telecom, LF Tel, FASS, Bratel Brasil e BNDESPAR. Trata-se de entendimento rigorosamente alinhado com a decisão do Colegiado, de 25.03.2014, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2013/10913.

Suposta estrutura abusiva de controle

72. Superada essa questão inicial, passo a analisar a imputação formulada pela Acusação com relação às supostas irregularidades na Estrutura de Controle da Companhia.

73. Em benefício da objetividade, entendo que a Acusação não prospera. Discordo da tese de que a realização das Reuniões Prévias e a respectiva vinculação dos conselheiros de administração, nos termos em que previstas nos acordos de acionistas firmados no âmbito da TelPart, impunham, na Oi, uma estrutura de controle abusiva, que suprimiria a independência dos conselheiros e sujeitaria os interesses da Companhia aos do bloco de controle.

74. A Estrutura de Controle, tal como implementada na Companhia, consiste em um mecanismo legal, regular e legítimo, em absoluta coerência com o disposto no art. 118 da Lei nº 6.404/1976⁴⁶. Trata-se de posicionamento referendado pela doutrina e pela jurisprudência da

⁴⁵ Entendimento similar teve o Diretor Relator Pablo Renteria, no supracitado voto no PA CVM nº 19957.009575/2017-73, quando registrou que “em determinadas situações, o exercício compartilhado do poder de controle entre o acionista majoritário e outro com participação minoritária resta configurado a despeito de o poder de eleger a maioria dos administradores pertencer, exclusivamente, ao primeiro. Assim ocorreria, a meu ver, na hipótese de o acordo de acionistas prever quórum qualificado para a aprovação de todas ou de parte substancial das matérias de competência do conselho de administração, tornando, assim, necessário o consenso dos conselheiros nomeados pelo acionista minoritário. Desse modo, o poder de eleger a maioria dos conselheiros perderia em relevância, uma vez que o funcionamento do conselho de administração dependeria, necessariamente, da ação concertada dos conselheiros nomeados pelos diferentes acionistas. Nesse caso, portanto, parece-me mais consentâneo com o sistema legal entender que o controle é conjunto, pois a exigência de quórum qualificado, estipulada no acordo de acionistas, produz, em termos prático-jurídicos, efeitos equivalentes aos que seriam alcançados por meio do compartilhamento, entre os acionistas, do poder de eleger a maioria dos administradores.” (grifou-se).

⁴⁶ “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. § 1º As obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos. § 2º Esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117). § 3º Nas condições previstas no acordo, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas. § 4º As ações averbadas nos termos deste artigo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

CVM, de adoção corrente pelas companhias abertas no mercado de valores mobiliários.

75. A Lei nº 6.404/1976 foi pioneira, entre as legislações societárias, em disciplinar o instituto do acordo de acionistas, como uma *“modalidade contratual de prática intensa em todas as latitudes, mas que os códigos teimam em ignorar”*, nos termos da Exposição de Motivos⁴⁷ da lei. O acordo de acionistas foi reconhecido como um arranjo jurídico legítimo de alinhamento de interesses e formação de grupos de influência e poder nas companhias⁴⁸.

76. Em sua redação original, o art. 118 determinou que, desde que arquivados em sua sede, as companhias deveriam observar os acordos de acionistas sobre **(i)** a compra e venda de suas ações; **(ii)** a preferência para adquiri-las; ou **(iii)** o exercício do direito a voto. A Lei nº 10.303/2001 foi além e adicionou a essa relação os acordos sobre o exercício do poder de controle, que, desse modo, quando arquivados, também passaram a ser de observância obrigatória pela companhia.

77. Como ensina José Luiz Bulhões Pedreira:

“A estipulação essencial do acordo de acionistas que organiza grupo de controle é a que cria para todos os membros do grupo a obrigação de exercer seus direitos de voto de modo uniforme, pois é o fato de esses votos serem exercidos no mesmo sentido que cria e mantém o poder de controle. Em regra, essa uniformização é obtida mediante procedimento de deliberação idêntico ao da assembleia geral: os membros do grupo se reúnem previamente à assembleia, deliberam, por maioria absoluta ou qualificada de votos, o modo pelo qual exercerão seus votos na assembleia geral da companhia, e se

não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão. § 5º No relatório anual, os órgãos da administração da companhia aberta informarão à assembleia-geral as disposições sobre política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos, constantes de acordos de acionistas arquivados na companhia. § 6º O acordo de acionistas cujo prazo for fixado em função de termo ou condição resolutiva somente pode ser denunciado segundo suas estipulações. § 7º O mandato outorgado nos termos de acordo de acionistas para proferir, em assembleia-geral ou especial, voto contra ou a favor de determinada deliberação, poderá prever prazo superior ao constante do § 1º do art. 126 desta Lei. § 8º O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado. § 9º O não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada. § 10. Os acionistas vinculados a acordo de acionistas deverão indicar, no ato de arquivamento, representante para comunicar-se com a companhia, para prestar ou receber informações, quando solicitadas. § 11. A companhia poderá solicitar aos membros do acordo esclarecimento sobre suas cláusulas.”

⁴⁷ Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976.

⁴⁸ *“A LSA foi pioneira em reconhecer a validade das convenções de voto, conferir efeitos em relação a companhia aos acordos de acionistas e propiciar execução específica as obrigações nele pactuadas”* (LOBO, Carlos Augusto da Silveira. O Acordo de Acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). Direito das Companhias. 2a edição, Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 330-331).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

obrigam a votar segundo essa deliberação.”⁴⁹

78. Além de vincularem os acionistas signatários nas assembleias gerais, os acordos de acionistas que versem sobre o exercício do poder de controle, nos termos do disposto nos §§ 8º e 9º do art. 118⁵⁰, também introduzidos pela reforma de 2001, igualmente vinculam os administradores eleitos nos termos do acordo à vontade majoritariamente expressa pela comunhão de controle em reunião prévia. Esses dispositivos nada mais fazem do que conferir eficácia ao acordo, ao permitir sua coercibilidade *interna corporis*, na medida em que (i) se algum acionista ou conselheiro vinculado ao acordo de controle votar contrariamente à decisão tomada majoritariamente na reunião prévia, o presidente da mesa da assembleia geral ou o presidente do conselho de administração não computará esse voto; e (ii) na hipótese de algum acionista ou conselheiro vinculado ao acordo de controle deixar de comparecer à assembleia geral ou à reunião do conselho de administração, ou abster-se de votar, os signatários prejudicados ou os conselheiros a eles vinculados votarão em seu lugar⁵¹.

79. A sistemática legal de execução interna e autotutela dos acordos de acionistas guarda relação com dois aspectos do exercício do poder de controle, ambos de extrema relevância. O primeiro refere-se ao fato de que o controle não se exerce somente nas assembleias gerais, mas também, e muitas vezes primariamente, nas deliberações do conselho de administração e da diretoria. O segundo aspecto consiste em reconhecer que o acionista controlador é o intérprete elementar do interesse social da companhia, possuindo o poder-dever de orientar o seu funcionamento no interesse de todos os acionistas. Há, assim, a presunção legal de que seus atos são tomados no interesse social, não podendo ser admitido que os administradores

⁴⁹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades: validade da estipulação de que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 15, janeiro de 2002.

⁵⁰ § 8º. O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado. § 9º. O não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

⁵¹ Confirma-se a doutrina: (i) “A eficácia do acordo de controle reside, portanto, nessas salvaguardas legais (§§8 e 9) que instrumentalizam a própria sociedade na sua obrigação de fazer observar a convenção arquivada em sua sede (§8), ou, na execução específica por autotutela, a cargo dos convenientes prejudicados e de seus representantes nos órgãos de administração (§9).” (CARVALHOSA, Modesto. “Comentários à lei de sociedades anônimas”. 2º volume: artigos 75 a 137, 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 689); e (ii) “O legislador procurou, por meio dos §§ 8º e 9º do art. 118, garantir a plena coercibilidade do disposto nos acordos de acionistas, possibilitando sua execução interna corporis, mediante atuação direta dos interessados, e, conseqüentemente, evitar as longas discussões judiciais que prejudicavam a eficácia dos acordos e o próprio desenvolvimento das atividades sociais.” (EIZIRIK, Nelson. *Interpretação dos §§ 8º e 9º do art. 118 da lei das S/A*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo. v.54. n.139. p. 155-63. jul./set. 2005, p. 159).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

obstruam suas decisões e conturbem o exercício do poder de controle, sem qualquer prejuízo, naturalmente, da rigorosa observância dos respectivos deveres fiduciários por parte dos administradores.

80. Dessa forma, ao garantir o alinhamento da atuação dos administradores eleitos pelo acordo de acionistas às decisões prévias da comunhão dos signatários integrantes do bloco de controle, a lei assegura que o controle seja exercido de forma coerente e harmônica com o interesse social.

81. Por óbvio, nas orientações de voto dadas aos administradores, os acionistas ligados por acordo de controle têm deveres e responsabilidades para com a companhia e todos os seus acionistas, nos termos do parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6.404/1976⁵². O preceito foi expressamente reiterado no §2º do art. 118, que determina que “*esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117)*”. Essa avaliação, contudo, é casuística, não podendo se considerar que a vinculação de administradores a acordo de acionistas, em tese e aprioristicamente, implica em exercício abusivo do poder de controle.

82. Assim, no caso concreto, ao contrário do que entendeu a Acusação, a vinculação dos conselheiros de administração da Oi às decisões das Reuniões Prévias não contrariava, *a priori*, os interesses da Companhia, nem materializava um benefício indevido em favor de seu bloco de controle. Cuida-se de prática que, além de regular e alinhada ao ordenamento jurídico societário, tem sido usada de forma consistente pelas companhias abertas brasileiras⁵³. Tal vinculação, reitero, visa garantir a estabilidade do exercício do controle no âmbito das companhias, fazendo com que o interesse social prevaleça nas deliberações dos órgãos sociais da administração.

83. De forma semelhante, o alinhamento às decisões tomadas nas Reuniões Prévias não suprimia a independência dos Conselheiros de Administração, imposta pelo art. 154, § 1º, da

⁵² “Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

⁵³ Levantamento apresentado pela Portugal Telecom indica que, das 59 companhias listadas no Novo Mercado da B3 que, em 2019, possuíam acordo de acionistas, 34 continham cláusulas que vinculavam o voto dos administradores ao pactuado nos referidos acordos, ou seja, 57% das companhias do Novo Mercado apresentavam dispositivo contratual similar ao Acordo Geral de Acionistas TelPart (Doc. 0757536, fls. 45-53).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Lei nº 6.404/1976⁵⁴. Sob nenhuma hipótese, as disposições dos acordos de acionistas lhes retiravam a liberdade para debater as matérias submetidas ao conselho de administração, nem mitigavam a amplitude e profundidade de todos os seus deveres fiduciários previstos em lei. Em caso de ilicitude e contrariedade ao interesse social, os administradores não apenas poderiam, mas deveriam votar contrariamente à deliberação, registrando em ata sua discordância, ainda que seu voto, nos termos do §8º do art. 118 da lei do anonimato, não viesse a ser computado para fins de quórum de aprovação.

84. O conselheiro de administração vinculado a acordo de acionistas também *“deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia”*, nos termos do caput do art. 154. Não pode o administrador votar segundo a orientação recebida, caso entenda ser a deliberação ilícita ou contrária ao interesse da companhia. Conforme precedente desta casa, *“o administrador que entenda ser a deliberação contrária ao interesse da companhia não está eximido de seu dever de votar segundo sua convicção, sob pena de responsabilidade civil e administrativa”*⁵⁵⁻⁵⁶.

85. A disciplina legal dos acordos de acionistas, insculpida no art. 118 da Lei nº 6.404/1976, portanto, a par de garantir a eficácia dos acordos de acionistas relativos ao exercício do poder de controle, preserva a independência do administrador, que pode e deve se insurgir contra deliberação ilícita ou contrária ao interesse social⁵⁷.

86. A prática de retirada de pauta das deliberações em que houvesse discordância de algum conselheiro de administração, para novo alinhamento em Reunião Prévia Geral, tampouco indica a existência de uma estrutura de controle abusiva ou de subordinação indevida das

⁵⁴ “§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.”

⁵⁵ PA CVM nº RJ2004/5494, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, manifestação de voto do Presidente Marcelo Trindade, j. 16.12.2004

⁵⁶ Na mesma direção, o voto da Diretora Relatora Luciana Dias no PAS CVM nº 09/2009, j. 21.07.2015: *“A autonomia dos administradores para avaliar e manifestar, ou não, a orientação de voto recebida dos acionistas não é afastada nem mesmo pelos dispositivos que tratam de sua vinculação a acordos de acionistas. Os parágrafos 8º e 9º do art. 118, como exemplo, oferecem remédios justamente para as situações nas quais os administradores optam voluntariamente por contrariar as orientações recebidas, ausentar-se das reuniões do conselho ou se abster de proferir o voto.”*

⁵⁷ Questão semelhante à do presente Processo foi tratada em precedente recente deste Colegiado. No caso, o acionista controlador foi absolvido, por unanimidade, da acusação de supostamente fazer uso de estrutura de controle de forma a vincular, à sua orientação, o voto de membros do conselho de administração indicados por acionistas minoritários, em alegada infração ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976. Confira-se o PAS CVM nº 19957.011341/2018-77, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. 12.07.2022: *“(…) a alegação de que a vinculação de voto dos conselheiros indicados pelos acionistas minoritários impediria a participação de tais conselheiros na administração da companhia não se sustenta. Os conselheiros não estão impedidos de participar das discussões, fiscalizar a gestão da diretoria nem de votar de acordo com suas próprias convicções e em cumprimento com seus deveres legais, somente pelo fato de que os procedimentos que proporcionam eficácia aos acordos de voto, nos termos do art. 118 da LSA, devem ser observados.”*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

decisões do conselho de administração ao bloco de controle. Na verdade, esse procedimento permitia que eventuais divergências fossem sanadas e que as orientações dos Acionistas Controladores – que, como dito, presumidamente expressam o interesse social – fossem seguidas na gestão dos negócios sociais, evitando conturbações no contexto da administração da Companhia.

87. Por fim, entendo que o fato de a vontade de AG Telecom, LF Tel e FASS, e, por vezes, Bratel Brasil, prevalecer em determinadas deliberações das Reuniões Prévias Gerais de Acionistas e, conseqüentemente, no conselho de administração da Oi, insere-se na autonomia da vontade e livre negociação da celebração do Acordo Geral de Acionistas TelPart, por parte de PREVI, FUNCEF, PETROS e BNDESPAR. Tais acionistas – de forma válida, legítima e usufruindo de vários direitos e vantagens – aceitaram se vincular ao Acordo Restrito de Acionistas TelPart e aos Acordos Conjuntos nos termos ali pactuados. Com isso, aceitaram que, em determinados assuntos, poderiam restar vencidas nas Reuniões Prévias Gerais de Acionistas, ao mesmo tempo em que asseguraram um conjunto relevante de direitos sobre a deliberação de matérias que deveriam ser submetidas a um quórum qualificado, situação que lhes assegurava o controle compartilhado da Companhia, conforme exposto na seção anterior deste voto.

88. Ante o exposto, concluo pela improcedência da tese de que os Acionistas Controladores, por meio das disposições dos acordos de acionistas firmados no âmbito da TelPart, de forma permanente, exerciam ou participavam de uma estrutura de controle abusiva na Oi. Entendo que a forma de organização do poder de controle da Companhia, nos termos dos acordos, tem amparo na lei, na jurisprudência administrativa e na doutrina, sendo de uso comum no ambiente societário das companhias abertas. Por tais motivos, a Estrutura de Controle da Oi não pode ser considerada como um modo de exercício abusivo do poder de controle, assim como não há que se falar em desvio de poder na mera atuação de administradores em consonância com tais arranjos contratuais e societários.

89. Superada a análise da Estrutura de Controle no que se refere aos Acionistas Controladores, cabe agora abordar a questão sob a ótica dos Conselheiros de Administração, também acusados neste Processo. A Acusação aponta situações concretas em que os Conselheiros de Administração, em decorrência da Estrutura de Controle, teriam acatado orientações de voto que supostamente beneficiavam alguns dos Acionistas Controladores, em prejuízo dos interesses da Companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

90. Segundo a Acusação, teriam agido com desvio de poder, em violação ao art. 154 da Lei n. 6.404/1976, os conselheiros de administração que votaram favoravelmente à aprovação **(i)** das etapas do MOU e dos contratos definitivos da Operação Societária, nas reuniões de 18.12.2013 e 19.02.2014; **(ii)** da Renegociação Investimento Rio Forte, na reunião de 08.09.2014; e **(iii)** da Renegociação da iG, reunião de 19.03.2014.

91. A Acusação, ressaltando que essas reuniões seriam apenas exemplificativas dos efeitos abusivos e irregulares da Estrutura de Controle consolidada na Oi, também propõe a responsabilização dos conselheiros de administração Luís Mello, Pedro Jereissati e Carlos Jereissati. Tais acusados não participaram dos conclaves listados acima, mas teriam votado de acordo com as deliberações das Reuniões Prévias em outras situações que não as exemplificadas.

92. Comento a seguir cada uma dessas deliberações.

Aprovação das etapas do MOU e contratos definitivos

93. A primeira situação diz respeito ao MOU divulgado em 02.10.2013, que visava a combinação de negócios e atividades da Companhia com a Portugal Telecom.

94. Em seu item II.1⁵⁸, a Acusação faz uma descrição minuciosa das várias etapas previstas para a Operação Societária descrita no MOU, que envolviam **(i)** o aumento de capital social da Oi; **(ii)** a reorganização do bloco de controle da TelPart; **(iii)** a adesão da nova sociedade, CorpCo, ao Novo Mercado; e **(iv)** a incorporação da Companhia e Portugal Telecom pela CorpCo.

95. A Acusação analisa os procedimentos societários inseridos na operação, tais como **(i)** a segregação de ativos entre sociedades da cadeia societária; **(ii)** a subscrição, pela Portugal Telecom, de debêntures emitidas por sociedades controladas pela Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom; e **(iii)** a incorporação de sociedades, além do aumento de capital da Companhia, com integralização em bens pela Portugal Telecom.

96. Em seguida, afirma que “o Grupo Jereissati e o Grupo Andrade Gutierrez (i) utilizaram a reestruturação societária para retirar o Grupo Portugal Telecom das sociedades CTX e Contax e (ii) possibilitaram a venda de ações da CorpCo (Oi/Telpart) à Portugal Telecom de forma indireta, em condições fora de mercado, concomitantemente com o aumento de capital

⁵⁸ Doc. 0641341 (itens 14-95).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

da Oi.”

97. A Acusação avança no seguinte sentido:

“É possível afirmar que os dois negócios, isto é, a quitação das dívidas dos acionistas e o aumento de capital da Oi, não ocorreram de forma paralela e independente. Na verdade, estavam vinculados um ao outro. O contrato de subscrição de debêntures especificava que uma das condições a serem verificadas para a integralização das debêntures era o sucesso do aumento de capital da Oi.

(...)

A Portugal Telecom, ao se propor quitar as dívidas de AG e LF, permitiu que se desse continuidade ao negócio, que resultaria na redução de seu endividamento e no aumento de sua participação societária na companhia resultante, fosse a Telpart, a CorpCo, ou a Oi.

Logo, o sucesso do aumento de capital da Oi dependia de sucessivas aprovações de que participaram, direta ou indiretamente, indivíduos ligados aos grupos Andrade Gutierrez e Jereissati. Deliberaram, inclusive, pela destinação de R\$ 3.984.250.000 dos recursos do aumento de capital da Oi para a quitação de dívidas da Portugal Telecom.”⁵⁹

98. Apesar dessas colocações, que sugerem que a Operação Societária teria sido estruturada em benefício da Andrade Gutierrez, Jereissati Telecom e Portugal Telecom, a própria Acusação ressalta que, em decisão tomada em 25.03.2014, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2013/10913⁶⁰, em que foram discutidos os principais aspectos da Operação Societária, o Colegiado, por maioria⁶¹, afastou a existência de benefício particular aos Acionistas Controladores. Em vista disso, somente a Portugal Telecom estaria impedida de votar na AGE marcada para 27.03.2014, que deliberaria sobre o laudo de avaliação dos ativos e passivos que integralizaria no aumento de capital inserido na Operação Societária.

99. Em 20.05.2014, apreciando pedido de reconsideração⁶², o Colegiado entendeu não haver fatos novos que pudessem justificar qualquer revisão, deliberando, por unanimidade, pela

⁵⁹ Doc. 0641341, itens 82-88.

⁶⁰ Doc. 0591311.

⁶¹ Disponível https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140325_R1/20140325_D07.html

⁶² Doc. 0591312.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

manutenção da decisão tomada na reunião de 25.03.2014. A Acusação, contudo, aponta que nesta ocasião a Diretora Relatora Ana Novaes consignou em seu voto que “[q]uaisquer derivações ou inferências como aquelas apontadas pelo Requerente recaem no campo do eventual ilícito de abuso de poder de controle, mas não para a configuração de benefício particular (...)”⁶³.

100. Em vista disso, a Área Técnica se propôs, no presente Processo a “*aferir – a posteriori - a ocorrência de abuso de poder de controle dos acionistas controladores e a violação dos deveres fiduciários por parte de administradores e acionistas da Oi*”, tendo, ao fim de sua investigação, concluído que “[a]s aprovações do MoU e das operações nele descritas foram afetadas pela subordinação da administração aos acionistas controladores, por meio do instrumento das Reuniões Prévias”⁶⁴.

101. Para chegar a essa conclusão, a peça acusatória relata a aprovação pelo conselho de administração da Oi, nas reuniões realizadas em 18.12.2013⁶⁵ e 19.02.2014⁶⁶, da ratificação do MOU e da aprovação de algumas etapas da Operação Societária subjacente, bem como das autorizações para que a diretoria assinasse os respectivos contratos definitivos⁶⁷.

102. A meu ver, no entanto, a Acusação apenas reafirma a tese anterior da Área Técnica, de que o fato de a aprovação das referidas matérias ter obedecido as orientações das Reuniões Prévias demonstraria a existência de uma estrutura de controle abusiva e de subordinação dos conselheiros de administração, propiciada pelos acordos de acionistas. Sobre esse ponto, já concluí acima que não identifiquei qualquer irregularidade na Estrutura de Controle da Companhia.

103. Em breve síntese, após a sua divulgação ao mercado, em 02.10.2013, o MOU foi levado ao conhecimento da diretoria da Oi em 13.11.2013 e, em seguida, encaminhado para o conselho de administração, para ratificar a sua assinatura pela Companhia. Antes, porém, a matéria foi discutida e aprovada em Reunião Prévia Restrita de Acionistas e em Reunião Prévia Geral de

⁶³ Doc. 0591313.

⁶⁴ Doc. 0641341, itens 95 e 89.

⁶⁵ Doc. 0145927.

⁶⁶ Doc. 0145942.

⁶⁷ Os contratos definitivos eram um conjunto de contratos que detalhariam (i) o aumento de capital da Oi; (ii) a reorganização societária da TelPart, LF e Bratel Brasil; (iii) a adesão da CorpCo ao segmento Novo Mercado; (iv) a incorporação das ações de emissão da Oi pela CorpCo; e (v) a incorporação da Portugal Telecom pela CorpCo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Acionistas, realizadas em 10.12.2013 e 11.12.2013⁶⁸, respectivamente. Em 18.12.2013, seguindo a orientação das Reuniões Prévias, o conselho de administração ratificou a assinatura do MOU e autorizou a diretoria a tomar as providências preparatórias para a realização da Operação Societária. Houve voto contrário de A.C.S., conselheiro indicado pelos preferencialistas, que consignou, entre outros pontos, que (i) os ativos da Portugal Telecom seriam contribuídos ao capital social da Oi por meio de companhias que possuíam passivos que não seriam adequadamente conhecidos; e (ii) a Operação Societária ocasionaria uma diluição injustificada aos minoritários da Companhia, sem trazer reais benefícios⁶⁹.

104. Na sequência, em Reunião Conjunta, Reunião Prévia Restrita de Acionistas e Reunião Prévia Geral de Acionistas realizadas em 19.02.2014⁷⁰, foi aprovada a Operação Societária, em suas várias etapas e condições, todas vinculadas entre si, entre elas, a reorganização societária da TelPart e o aumento de capital da Oi, incluindo a nomeação do avaliador e o laudo de avaliação dos Ativos PT. Na mesma data, também com voto contrário de A.C.S., o conselho de administração aprovou as principais condições do aumento de capital, a ser feito mediante Oferta Pública Global, bem como a escolha do avaliador e o laudo de avaliação, autorizando a diretoria a dar sequência a essa etapa e a firmar os contratos necessários.

105. Os conselheiros de administração também aprovaram a convocação da AGE mencionada anteriormente, realizada em 27.03.2014, que aprovou o laudo de avaliação dos Ativos PT e a proposta de aumento do capital autorizado, de forma a viabilizar a homologação do aumento de capital pelo próprio conselho de administração.

106. Após descrever e avaliar esses trâmites, a Acusação apresenta as seguintes conclusões a favor de sua tese de que a aprovação do MOU seria um exemplo da estrutura de controle abusiva vigente na Companhia:

“O descrito neste tópico demonstra como a aprovação do MoU e dos Contratos Definitivos no conselho de administração da Oi foi subordinada a aprovação dos acionistas controladores em RPGA, RPA e RC.

⁶⁸ Doc. 0208841 (fls. 266-269; e 307-310).

⁶⁹ A.C.S. também alegou que o valor atribuído aos ativos da Portugal Telecom a serem integralizados no aumento de capital previsto na Operação Societária seria superior ao preço de mercado de suas ações e que deveria ser alterado o encadeamento das etapas da Operação Societária, de modo que a Oi incorporasse a Portugal Telecom de imediato, ao invés de promover aumento de capital para somente depois incorporar tal companhia. Apontou, também, que os controladores da Companhia já teriam recebido o prêmio de controle por ocasião de investimento feito na Companhia pela Portugal Telecom em 2011 e estariam recebendo novamente esse prêmio.

⁷⁰ Docs. 0208846 (fls. 608-622; 293-307; e 274-289).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Desta forma, o Grupo Andrade Gutierrez e Grupo Jereissati estabeleceram uma estrutura de controle abusiva que era acompanhada pelos demais acionistas da Telpart (Bratel Brasil, Previ, BNDESPAR, FUNCEF e Petros) que forçavam seus administradores na Oi, indicados conforme o acordo de acionistas da Telpart, a votarem de acordo com suas deliberações das RPGAs. Esta estrutura, na prática, substituiu o conselho de administração da Oi e alienava os demais acionistas da Oi. Isto constitui abuso do poder de controle por parte destes acionistas e desvio de poder por parte dos conselheiros indicados por eles.

É preciso destacar que a Portugal Telecom, com a negociação do MoU, passou a participar igualmente da estrutura de controle com o Grupo Andrade Gutierrez e o Grupo Jereissati nas decisões que considerava relevante, em especial, com a criação das Reuniões Conjuntas da EDSP75 e PASA. Assim, cometeu abuso de poder de controle igualmente grave.

Este ponto é não só uma confirmação da existência de uma estrutura abusiva de controle pela Telpar sobre a Oi já descrita, mas a efetiva aferição de que o poder de controle foi exercido de forma abusiva sobre a operação objeto da investigação deste inquérito uma vez que seus efeitos incidiram nas reuniões de deliberação do conselho de administração sobre o tema, prejudicando a companhia.”⁷¹

107. O que se vê, portanto, é que a Acusação se baseia apenas nos procedimentos de governança implementados pelos Acordos de Acionistas, sem acrescentar qualquer elemento de mérito sobre a Operação Societária, em acréscimo àqueles anteriormente analisados pelo Colegiado em 25.03.2014, que indicasse que os Acionistas Controladores agiram com abuso de poder.

108. Lembrando que, na ocasião, a Diretora Ana Novaes apontou no voto condutor que “[c]aso haja erro no Laudo de Avaliação (sobrepço dos ativos líquidos a serem aportados pela Portugal Telecom) ou ainda reste comprovado que os acionistas controladores estavam cientes de erros eventualmente existentes, premissas sabidamente falsas ou manifestamente equivocadas na preparação do Laudo, caberá a responsabilização dos acionistas controladores por abuso de poder tanto na esfera administrativa quanto no âmbito civil nos

⁷¹ Doc. 0641341, itens 336-339.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

termos do art. 117 da Lei nº 6.404/1976.”

109. É nessa direção que a Portugal Telecom está sendo acusada de violação ao dever de lealdade com os acionistas e a Companhia, imputação que será enfrentada na próxima seção deste voto. Isso porque não teria prestado informações financeiras completas e confiáveis sobre ativos financeiros que integralizaria no aumento de capital da Oi. Porém, trata-se ato isolado e praticado à sorrelfa, não podendo ser estendido aos outros signatários dos Acordos de Acionistas, que aprovaram os termos do MOU nas Reuniões Prévias.

110. Dessa maneira, não vejo como a orientação de voto transmitida aos conselheiros de administração, para o exercício dos respectivos direitos de voto nas reuniões de 18.12.2013 e 19.02.2014, possa indicar a existência de uma estrutura de controle abusiva ou o exercício abusivo de poder de controle por parte dos Acionistas Controladores.

111. No tocante às deliberações dos conselheiros de administração que aprovaram as referidas matérias, a Acusação afirma que *“o fundamento verdadeiro de seus votos não era o interesse da Companhia, mas sim a conformidade com a deliberação dos acionistas em reunião prévia. Por isso, aprovavam as matérias apesar da insuficiência de informações e de sinais de alerta que exigiam averiguações e outras diligências”*.

112. Entre os sinais de alerta indicados pela Acusação⁷² estão informações sobre os supracitados ativos financeiros que seriam integralizados pela Portugal Telecom no aumento de capital da Oi. Tais ativos (i) não teriam sido diligentemente verificados pelos conselheiros de administração Fernando Portella e Shakaf Wine, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976; e (ii) seriam do conhecimento do conselheiro de administração Luís Melo, que não alertou a Companhia, em infração ao art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976.

113. Essas imputações também serão abordadas na segunda seção deste voto, mas a eventual falta de diligência em apurar a referida informação, por parte dos dois primeiros conselheiros (Fernando Portella e Shakaf Wine não pode ser entendida, aqui, como atuação em desvio de poder. Não identifiquei nos autos qualquer comprovação de que teriam agido dolosamente e com conhecimento de que as informações sobre os ativos a serem integralizados pela Portugal Telecom não seriam confiáveis⁷³.

⁷² V. Nota 232 do item 419 da Acusação (Doc. 0641341).

⁷³ A própria Acusação concluiu em seu item 222 que *“[o]s diretores estatutários que não estão diretamente relacionados com as questões financeiras da Oi ou com a sua supervisão merecem tratamento distinto quanto ao nível de exigência de*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

114. Com relação ao acusado Luís Melo, observo que o referido conselheiro de administração sequer participou das reuniões de conselho de administração de 18.12.2013 e 19.02.2014.

115. Outro sinal de alerta apontado pela Acusação decorreria dos questionamentos registrados nas reuniões do conselho de administração de 18.12.2013 e 19.02.2014, pelo conselheiro A.C.S., no sentido de que poderiam existir passivos desconhecidos na Portugal Telecom e que a Operação Societária conduziria a uma diluição injustificada dos acionistas da Companhia.

116. A.C.S. era representante dos preferencialistas no conselho de administração e não estava vinculado ao Acordo de Acionistas Geral TelPart, não sendo, assim, obrigado a seguir as orientações de voto oriundas das Reuniões Prévias. Porém, os conselheiros de administração vinculados ao Acordo de Acionistas Geral TelPart somente não deveriam acompanhar as orientações de voto caso se convencessem de que havia alguma ilicitude ou de que ela fosse contrária ao interesse social, conforme já exaustivamente exposto.

117. Este não foi o caso. Por não terem identificado ilicitude ou contrariedade aos interesses sociais, os Conselheiros de Administração seguiram as orientações do bloco de controle, às quais estavam vinculadas, e aprovaram as deliberações. Não faço qualquer reparo à conduta dos Conselheiros de Administração. Da leitura da manifestação de voto de A.C.S.⁷⁴, no mais, desacompanhada de qualquer estudo técnico-jurídico, não vislumbro elemento apto a demonstrar de plano que a aprovação das matérias – e, conseqüentemente, as orientações de voto –, poderiam ser contrárias aos interesses da Companhia ou ilícitas. A suposta diluição injustificada, aventada no voto de A.C.S., foi inclusive rechaçada no voto da Diretora Ana Novaes, que prevaleceu na decisão do Colegiado de 25.03.2014.

118. Observe-se, também, que a apresentação do MOU na reunião do conselho de administração de 18.12.2013 foi conduzida pelo diretor financeiro da Companhia, Bayard Gontijo. Na reunião de 19.02.2014, além de as condições do aumento de capital terem sido detalhadas pelo diretor financeiro, a instituição avaliadora dos Ativos PT esteve presente, de modo a esclarecer eventuais questionamentos dos conselheiros de administração.

119. Essa contextualização é relevante, pois demonstra que, em ambas as reuniões, mesmo dispondo das orientações de voto das Reuniões Prévias, os conselheiros de administração

conhecimento das informações, tanto em sua suficiência quanto em sua confiabilidade. O mesmo pode ser dito em relação aos conselheiros de administração que não tinham posição na Portugal Telecom.”

⁷⁴ Doc. 0145927.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

deliberaram de maneira devidamente informada.

120. Corroborando a inexistência de sinais de alerta sobre eventuais irregularidades no MOU, também assinalo, em linha com as defesas, que, conforme apontou a Diretora Ana Novaes, em sua manifestação de voto de 25.03.2014, a Operação Societária foi objeto de opinião favorável de vários analistas *sell side*, citando relatórios de diversas instituições financeiras de primeira linha emitidos em 04.10.2013, 04.10.2013, 02.10.2013, 02.10.2013 e 02.10.2013⁷⁵.

121. Essas considerações, a meu ver, comprovam que, nas deliberações de 18.12.2013 e 19.02.2013, relacionadas ao MOU e à Operação Societária, os Conselheiros de Administração agiram maneira informada e em consonância com seus deveres fiduciários, ao respeitarem as orientações de voto emanadas pelos Acionistas Controladores nas Reuniões Prévias.

122. Entendo que a aprovação do MOU, portanto, não demonstra a existência de uma suposta estrutura abusiva de controle e de subordinação dos Conselheiros de Administração aos Acionistas Controladores, propiciada pelos acordos de acionistas firmados no âmbito da Telpart.

Renegociação Investimento Rio Forte

123. Passo agora a analisar a segunda situação exemplificada pela Acusação, referente à renegociação havida entre a Oi e a Portugal Telecom, referente ao inadimplemento de títulos integralizados pela Portugal Telecom no contexto do aumento de capital da Companhia.

124. Em 30.06.2014, a Portugal Telecom divulgou ao mercado a informação de que, entre os ativos que integralizara no aumento de capital da Oi, estavam investimentos no montante de € 897 milhões, em papéis comerciais emitidos pela Rio Forte, sociedade que agregava empresas não financeiras do GES. Ao tomar conhecimento dessa informação, a Companhia divulgou ao mercado, em 02.07.2014, que não havia sido comunicada nem participou das decisões que levaram à realização do Investimento Rio Forte, efetivado anteriormente à subscrição e integralização do capital da Oi pela Portugal Telecom, no âmbito da Oferta Pública Global⁷⁶.

125. A cronologia da realização e transferência para a Oi do Investimento Rio Forte será relatada na próxima seção deste voto. Por ora, basta dizer que, a partir da descoberta da existência das aplicações financeiras e da inadimplência da devedora, que se consumou em 15

⁷⁵ As defesas também anexaram tais análises. Por todos, v. Doc. 0755977 (fls. 91-116).

⁷⁶ Docs. 0146051e 0146052.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

e 17.07.2014, datas dos vencimentos dos títulos, a Companhia, sob a liderança de Bayard Gontijo, entabulou negociações com a Portugal Telecom para a solução do imbróglio e para que não se interrompesse a concretização da Operação Societária, vista como a melhor alternativa para o futuro da Companhia.

126. A Renegociação Investimento Rio Forte englobou dois acordos correlacionados, ambos assinados em 08.09.2014, sendo que **(i)** o primeiro envolvia a devolução dos títulos de emissão da Rio Forte à Portugal Telecom, que, em troca, devolveria à Oi uma determinada quantidade de ações ordinárias e preferenciais⁷⁷; e **(ii)** o segundo, uma outorga de opção de compra das ações de emissão da Companhia, tendo como outorgantes PT Portugal e PT Finance, já então controladas da Oi; e como outorgada a Portugal Telecom⁷⁸.

127. Apontando que o valor envolvido, € 897 milhões, representava mais de 50% dos Ativos PT integralizados pela Portugal Telecom no aumento de capital da Oi, a Acusação entendeu que a solução encontrada não foi a melhor para a Oi, uma vez que **(i)** a Portugal Telecom detinha a responsabilidade legal pelos ativos integralizados, mas ficou isenta da obrigação de indenizar a Companhia, pois o acordo previa a renúncia, pela Oi, a qualquer ação contra ela; **(ii)** o melhor cenário para a Companhia teria sido receber da Portugal Telecom, em dinheiro, o valor integral do Investimento Rio Forte; **(iii)** Bayard Gontijo teria sido negligente em não identificar o Investimento Rio Forte entre os ativos integralizados no aumento de capital e, dessa forma, não seria a pessoa adequada para capitanear as negociações; e **(iv)** a participação ativa nas negociações de Fernando Portella, conselheiro de administração indicado pela Andrade Gutierrez, demonstraria a ingerência dos Acionistas Controladores no processo.

128. Ainda segundo a Acusação, *“um acordo que não atendesse da melhor maneira possível os interesses da Oi seria barrado no momento de avaliação e aprovação pelo conselho de administração”*. Aduz, porém, que não havia a possibilidade dessa rejeição, pois a Renegociação Investimento Rio Forte foi aprovada em Reunião Conjunta, Reunião Prévia Restrita de Acionistas e, por fim, com 91,49% dos votos, em Reunião Prévia Geral de Acionistas⁷⁹. FUNCEF e PREVI votaram pela aprovação dos acordos, embora registrando

⁷⁷ Doc. 0146123.

⁷⁸ Doc. 0146126.

⁷⁹ Docs. 0208846 (fls. 1051-1055; 893-897; e 885-892).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

algumas ressalvas⁸⁰; e PETROS votou contra, por entender que beneficiavam a Portugal Telecom, além de a isentarem e a seus administradores de qualquer responsabilidade pelo Investimento Rio Forte⁸¹.

129. Apesar dessa manifestação, em 08.09.2014, seguindo a orientação da Reunião Prévia Geral de Acionistas, a proposta foi aprovada por unanimidade pelo conselho de administração da Oi,⁸² tendo o conselheiro indicado pela PETROS, Marcelo Souza, reiterado as ressalvas feitas pela PETROS e consignado que votou pela aprovação apenas em virtude do disposto no art. 118 da Lei nº 6.404/1976 e da vinculação ao Acordo de Acionistas Geral TelPart⁸³.

130. Para a Acusação, “o voto do conselheiro de administração Marcelo Almeida de Souza, indicado pela Petros, é emblemático porque escancara que os conselheiros da Oi não tinham a opção de divergir das deliberações tomadas nas Reuniões Prévias”. Juntamente com os outros fatos e considerações relatados acima, confirmaria “a estrutura de controle abusiva imposta pelos controladores da Oi e que era aceita passivamente pelos conselheiros de administração, os quais votavam conforme orientação do acionista e não em defesa dos interesses da companhia”⁸⁴.

131. Respeitosamente, não entendo dessa forma.

132. Primeiramente, pelas razões já expostas, o fato de um conselheiro votar de acordo com a orientação da Reunião Prévia, apesar de o acionista que lhe indicou ter registrado, nesta reunião, posição contrária, não indica submissão passiva ao bloco de controle, mas, sim, aderência (i) ao pactuado no acordo de acionistas, ao qual o conselheiro é vinculado; e (ii) ao regime previsto no art. 118 da Lei 6.404/1976, que visa garantir eficácia ao acordo e estabilidade ao exercício do poder de controle.

133. Caso votasse contrariamente à orientação do bloco de controle apenas por entender que, sob o aspecto negocial, haveria melhor solução para a Renegociação Investimento Rio Forte, além de não ter o voto computado, como determina o § 8º do art. 118, poderia, ademais, ser

⁸⁰ As entidades ressalvaram não estarem renunciando a qualquer direito ou dando quitação a Portugal Telecom, nem aprovando a conduta de qualquer administrador da TelPart ou da Oi, cujas responsabilidades deveriam ser elucidadas (Doc. 0208846, fls. 917-922).

⁸¹ Doc. 0208846 (fls. 922-931).

⁸² Doc. 0146118.

⁸³ Doc. 0146128.

⁸⁴ Doc. 0641341 (itens 283-284).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

destituído do cargo pelo acionista que o indicou, no caso, a PETROS, por ter dado causa ao descumprimento do avençado no acordo de acionistas⁸⁵.

134. Entendesse o conselheiro, porém, que a celebração dos acordos com a Portugal Telecom era ilícita ou contrária ao interesse social, teria o poder-dever de votar contrariamente à sua aprovação, nos termos do art. 154, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, registrando em ata as razões de sua discordância. Nesse caso, seu voto também não seria computado pelo presidente do conselho de administração, mas ele se eximiria de eventuais responsabilidades.

135. Sob esse último aspecto, a Acusação também não se desincumbiu de provar que a Renegociação Investimento Rio Forte se deu em detrimento dos interesses da Companhia. Dizer que melhor seria ter recebido o valor dos títulos em dinheiro, é substituir-se aos acionistas e à administração da Oi, a quem cabia escolher, dentre as opções de acordo legítimas e disponíveis, a que melhor atendesse ao interesse social.

136. Do mesmo modo, a quitação concedida à Portugal Telecom inseriu-se no âmbito da negociação havida entre as partes e, como as defesas esclareceram, dizia respeito somente ao Investimento Rio Forte, pois o respectivo valor seria integralmente restituído à Companhia. A Cláusula 5.2.1 do contrato de permuta preservava, ademais, o direito de regresso contra a Portugal Telecom⁸⁶. O BNDESPAR, nesse sentido, aduz que a isenção de responsabilidade concedida foi entendida como não ideal, mas como sendo a medida possível a ser tomada, acreditando-se, à época, ser no pior interesse da Companhia votar contra a renegociação e a favor de eventual litígio.

137. As defesas acrescentam que (i) a CVM foi informada do andamento das negociações e das razões pelas quais não se escolheu a via judicial, conforme carta enviada pela Companhia à CVM em 06.08.2014⁸⁷; e (ii) posteriormente a Renegociação Investimento Rio Forte foi submetida à aprovação da Autarquia.

138. Com efeito, em decisão tomada no âmbito do Processo Administrativo CVM nº

⁸⁵ Em linha com doutrina que propugna que “obrigação usual em acordo de acionistas de grupo controlador é a contraída pelos membros do grupo que indicam os ocupantes dos órgãos sociais das controladas de substituir a pessoa indicada que descumpre deliberação do grupo. Trata-se de obrigação sucessiva à de fato de terceiros - se o membro do grupo não obtém o fato de terceiro prometido, tem a obrigação de destituí-lo.” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades: validade da estipulação de que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 15, janeiro de 2002).

⁸⁶ 5.2.1 A quitação e a renúncia estabelecidas nas Cláusulas 5.1 e 5.2 acima não prejudicam o direito de regresso da PT Finance, da PT Holding, da CorpCo ou da Oi contra a Portugal Telecom. (...)” (Doc. 0146123).

⁸⁷ Doc. 0755977, fls. 130-132.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

RJ2014/11297, em 04.03.2015⁸⁸, o Colegiado aprovou as dispensas requeridas para que pudessem ser efetivados os termos da Renegociação Investimento Rio Forte. Em seu voto, a Diretora Relatora apontou que “[v]ia de regra, considerações sobre a conveniência de uma operação devem ser feitas pelos administradores e acionistas. A CVM deve tentar evitar se substituir a essas pessoas no julgamento de se algo é bom ou ruim, conveniente ou não para companhia”.

139. O Colegiado exigiu, apenas, a aprovação da operação por AGE, sem a participação da Portugal Telecom e com voto dos acionistas preferencialistas. Em 26.03.2015, a Renegociação Investimento Rio Forte foi aprovada em AGE, com 98,91% dos votos⁸⁹.

140. Todos esses elementos me fazem concluir que a opção adotada para a Renegociação Investimento Rio Forte foi decidida em bases informadas, não havendo razões para considerar que tenha sido contrária aos interesses da Companhia ou que os Conselheiros de Administração tenham agido com desvio de poder, ao seguir a orientação das Reuniões Prévias e aprová-la na reunião de 08.09.2014.

141. Do mesmo modo, não vejo como concluir que os Acionistas Controladores incorreram em abuso de poder de controle, ao orientar os conselheiros no sentido de sua aprovação ou que esta aprovação indicasse a existência de uma estrutura de controle abusiva na Oi.

Renegociação iG

142. A terceira situação apontada como exemplificativa da estrutura de controle abusiva que, para a Acusação, vigorava na Oi, refere-se à renegociação de crédito detido contra a Ongoing. A Ongoing adquiriu da Companhia, em 18.04.2012, por R\$ 90 milhões, em três parcelas, a linha de negócios de produção de conteúdo e venda de espaços publicitários online da iG.

143. O grupo Ongoing foi signatário do MOU divulgado em 02.10.2013, que definiu as bases da Operação Societária, e detinha participação de 10% no capital social da Portugal Telecom.

144. Em vista do posterior inadimplemento da Ongoing, em 18.02.2014 a diretoria da Oi elaborou proposta de celebração de contrato de prestação de serviços, de modo a permitir à Ongoing dar quitação à dívida. Em 19.03.2014, o conselho de administração da Oi aprovou por unanimidade a Renegociação iG, um dia após a Reunião Prévia Restrita de Acionistas e a

⁸⁸ Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2015/20150304_R1/20150304_D9537.html

⁸⁹ Doc. 0757536, itens 156-162.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Reunião Prévia Geral de Acionistas aprovarem a operação, registrados os votos contrários, nesta última reunião, de BNDESPAR, FUNCEF, PREVI e PETROS. Em manifestação de voto, PREVI alegou que faltavam informações que demonstrassem os benefícios do acordo para o efetivo pagamento da dívida, além de não haver histórico de utilização da Ongoing como prestadora de tais serviços à Companhia⁹⁰.

145. Assim, a Acusação conclui que a operação foi efetivamente aprovada na Reunião Prévia Restrita de Acionistas, por AG Telecom e LF Tel, ligados aos grupos que receberam valores para liquidação de suas dívidas no âmbito da Operação Societária, por parte da Portugal Telecom, que tinha a Ongoing como acionista relevante.

146. A Acusação aponta que a renegociação foi proposta em 18.02.2014, um dia antes de reunião do conselho de administração que aprovou a celebração de contratos definitivos relativos à Operação Societária. Cita, também, a necessidade de aprovação da Operação Societária pela Ongoing, na condição de acionista da Portugal Telecom, ressaltando que as AGEs da Oi e da Portugal Telecom referentes à operação ocorreram em 27.03.2014, nove dias após a Renegociação iG, afirmando que a Ongoing *“poderia votar contra os termos da reestruturação societária, impondo risco significativo de frustrar o aumento de capital da Oi”*.

147. A aprovação unânime da Renegociação iG no conselho de administração da Oi, apesar da manifestação da PREVI e dos votos contrários dos acionistas BNDESPAR, FUNCEF, PREVI e PETROS, na Reunião Prévia Geral de Acionistas, confirmaria, assim, a existência de uma estrutura abusiva de controle na Oi e seria mais uma demonstração de subordinação indevida dos administradores aos Acionistas Controladores.

148. Discordo da Acusação neste ponto.

149. Nos termos do que já expus, o fato de os conselheiros vinculados a BNDESPAR, FUNCEF, PREVI e PETROS terem votado pela aprovação da Renegociação iG, apesar de estes acionistas terem se oposto à aprovação da operação na Reunião Prévia Geral de Acionistas, em nada configura uma atuação em desvio de poder.

150. Para que a imputação se sustentasse, seria necessário comprovar que a Renegociação iG era contrária aos interesses da Companhia e que buscava beneficiar algum de seus controladores. E disso a Acusação não se desincumbiu. A hipótese levantada, de que a novação

⁹⁰ Doc. 0210258.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

da dívida da Ongoing teria se dado de forma a que essa sociedade, como acionista da Portugal Telecom, votasse pela aprovação da Operação Societária, necessitaria de indícios mais fortes do que os apresentados pela Acusação, como o *timing* da deliberação, o referido vínculo societário e o suposto benefício que os controladores de AG Telecom e LF Tel teriam no aumento de capital da Oi.

151. As motivações apresentadas pelas defesas, ao contrário, me soam convincentes, entre elas **(i)** o inadimplemento de dois anos da Ongoing; **(ii)** a lentidão e incerteza relacionadas a uma opção da via judicial; **(iii)** a possibilidade de a Ongoing não possuir suficientes ativos no Brasil para garantir uma eventual execução; e **(iv)** o aproveitamento de um serviço, sem novo ônus ao caixa da Companhia, permitido pela operação.

152. Portanto, não vislumbro na Renegociação iG um exemplo de suposta estrutura abusiva de controle e de subordinação de administradores da Companhia aos Acionistas Controladores, propiciada pelos acordos de acionistas firmados no âmbito da Telpart.

Conclusão sobre a Estrutura de Controle da Oi

153. Ante o exposto, não se comprovou a tese acusatória de que os acordos de acionistas firmados no âmbito da TelPart levavam a que vigorasse, na Oi, uma estrutura de controle abusiva, que impunha aos Conselheiros de Administração decisões que beneficiavam os Acionistas Controladores, em prejuízo aos interesses da companhia.

154. A vinculação de administradores a decisões tomadas previamente no âmbito de acordo de acionistas tem previsão legal, aceitação na doutrina e na jurisprudência desta CVM e está presente na prática societária das companhias abertas brasileiras. Essa vinculação, por si só, não representa exercício abusivo do poder de controle por parte de acionistas que firmaram acordo de controle, nos termos do art. 118 da lei nº 6.404/1976, tampouco desvio de poder dos administradores que seguiram as orientações emanadas da comunhão de controle.

155. Ainda, não restou comprovado em que medida o interesse da Companhia teria sido preterido em prol dos interesses dos Acionistas Controladores, nas três situações elencadas como exemplos de subordinação dos Conselheiros de Administração à suposta estrutura de controle abusiva imposta na Oi pelos acordos de acionistas.

156. Devem, portanto, ser absolvidos os Acionistas Controladores e os Conselheiros de Administração das acusações de infração aos arts. 117 e 154 da Lei nº 6.404/1976.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Pagamento de bônus a administradores

157. Antes de finalizar a análise desse primeiro núcleo de imputações, cabe ainda enfrentar a acusação feita à Andrade Gutierrez e à Jereissati Telecom de exercício abusivo de poder de controle, em infração ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976, “*por intervir ativamente na remuneração de administradores*”. As duas sociedades teriam supostamente autorizado, por meio de suas controladas AG Telecom e LF Tel, a concessão pela Companhia de gratificações financeiras a administradores, sem a aprovação da assembleia geral ou do conselho de administração da Oi.

158. A Acusação aponta os seguintes indícios nessa direção: **(i)** declarações dos diretores presidentes da Companhia de que a aprovação de bônus pelos acionistas controladores era um procedimento usual; **(ii)** aprovações constantes de e-mails trocados entre administradores, aceitas pelo setor de recursos humanos da Oi; **(iii)** anuência de conselheiros de administração indicados por Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom em aditivo contratual que formalizou a gratificação paga a Zeinal Bava; e **(iv)** não inclusão dessa questão na pauta do conselho de administração da Oi.

159. Foram beneficiados com os bônus decorrentes da conclusão da Oferta Pública Global (“Bônus Oferta Pública Global”) **(i)** o diretor presidente da Companhia, Zeinal Bava (R\$ 40 milhões); **(ii)** o diretor financeiro, Bayard Gontijo (R\$ 8 milhões); **(iii)** o presidente do conselho de administração, José Mauro Cunha (R\$ 2 milhões); e **(iv)** o conselheiro de administração suplente J.A.F. (R\$ 1 milhão).

160. Para a Acusação, o pagamento dos Bônus Oferta Pública Global teria sido um incentivo dado aos administradores para comprometer sua diligência e independência, pois a justificativa para as gratificações – o sucesso do aumento de capital – era a principal condição para a liquidação das dívidas da AG Telecom e LF Tel. Tais bônus seriam, assim, mais um exemplo da subordinação indevida de administradores a acionistas controladores, em prejuízo da Companhia.

161. As acusadas Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom alegam, porém, que não autorizaram esses pagamentos, seja em assembleias gerais, seja nas Reuniões Prévias em que as matérias societárias eram deliberadas. Alegam também que **(i)** havia justa causa para as gratificações, considerando o sucesso e a importância do aumento de capital para a Companhia; **(ii)** os valores eram condizentes com os praticados no mercado; e **(iii)** faltaram apenas algumas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

formalidades no procedimento de aprovação.

162. Estariam ausentes, assim, os elementos típicos caracterizadores da conduta de abuso de poder de controle, quais sejam, o exercício efetivo do poder de controle, a ilicitude desse exercício e o prejuízo decorrente para a Companhia e os outros acionistas.

163. Não se sustenta, porém, a alegação de que o pagamento dos bônus não teria resultado em dano à Companhia e aos acionistas. Conforme se comprovou no PAS CVM nº 19957.004416/2016-00, julgado na presente data e conexo ao presente Processo, as gratificações pagas a Zeinal Bava e Bayard Gontijo pelo sucesso do aumento de capital da Oi não contaram com as aprovações societárias necessárias e extrapolaram o montante global aprovado pela assembleia geral para 2014. Quanto aos valores pagos a José Mauro Cunha e J.A.F., a conclusão do Colegiado foi de que tais pagamentos representaram atos de liberalidade às custas da Companhia. Essas conclusões levaram à condenação tanto dos administradores que aprovaram, quanto daqueles que receberam os bônus.

164. Portanto, mesmo havendo justa causa ou mesmo que tenham sido praticados valores condizentes com o mercado, a concessão dos Bônus Oferta Pública Global foi irregular. O montante excedeu a verba global anual da remuneração fixada pela assembleia geral para os administradores em 2014, não tendo sido levado a uma nova deliberação da assembleia geral e nem autorizado pelo conselho de administração. Não se trata aqui de qualquer juízo de valor em torno do montante pago a título de gratificações aos administradores, mas, apenas, de uma constatação de que os trâmites societários exigidos por lei não foram seguidos. O dano à Companhia e aos acionistas resta comprovado, pois os pagamentos foram financiados pelo caixa da Oi em montante superior àquele aprovado pelos acionistas em assembleia geral, atingindo suas disponibilidades financeiras, em prejuízo de todos os acionistas da Companhia.

165. Em relação à autorização para os pagamentos, conforme informado pela Companhia na fase de investigação, o diretor presidente Zeinal Bava, após tratativas por e-mail⁹¹, entre 02 e 04.04.2014, com Renato Faria e Fernando Portella, conselheiros de administração indicados pela AG Telecom e LF Tel, respectivamente, solicitou ao diretor de relações de trabalho e gestão de terceiros da Companhia, em 22.05.2014, que pagasse as gratificações, inclusive o seu próprio bônus⁹².

⁹¹ Doc. 0591302 (fls. 20-23).

⁹² Doc. 0590545 (fl. 4-5).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

166. É necessário avaliar, porém, se os elementos descritos pela Acusação efetivamente comprovam que AG Telecom e LF Tel (em última instância, Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom) autorizaram, por via indireta, esses pagamentos. Conforme apontou o Diretor Relator Pablo Renteria, no PAS CVM nº RJ2012/3110, julgado em 14.02.2017, *“a responsabilidade administrativa é sempre subjetiva e pessoal, de modo que o acionista controlador (assim como qualquer outro participante do mercado de valores mobiliários) somente pode ser responsabilizado pela prática indevida de ato próprio. Ao contrário do que se observa em matéria de responsabilidade civil, não se admite, em sede administrativa, modalidades de responsabilidade objetiva ou por ato de terceiro”*.

167. Nesse sentido, a análise conjunta dos supracitados indícios apontados pela Acusação me convenceu que tal autorização foi dada. Primeiramente, observo que em 04.04.2014, Renato Faria, em e-mail referendado por Fernando Portella, comunicou a Zeinal Bava que *“estamos fechados (AG e LF) com o que se segue”*, ressaltando o *“de acordo”* dos grupos Andrade Gutierrez e La Fonte sobre a *“definição de uma pool de prêmios de sucesso para os key people da operação”*. No caso da gratificação para Zeinal Bava, como ainda seria formalizado um aditivo a seu contrato de trabalho, os conselheiros registraram que *“nos vimos na obrigação de ‘fechar’ com nossos ‘patrões’. Teremos, no início da semana que vem a proposta para lhe ser formalizada”*⁹³.

168. O apoio das acusadas Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom ao pagamento das gratificações foi confirmado por Zeinal Bava à Área Técnica, quando afirmou que *“os prêmios pagos aos membros da Diretoria e quadros dos cargos mais elevados foram feitos em virtude de já estarem contratados - como era o meu caso - ou conforme sugerido por mim e aprovado pelos acionistas controladores AG Telecom: Participações S.A. (“AG”) e LF Tel S.A. (“LF”), conforme se verifica do e-mail constante do Anexo I”*⁹⁴.

169. Do mesmo modo, no supracitado e-mail de 22.05.2014, em que solicitou ao setor de pessoal o pagamento das gratificações, Zeinal Bava afirmou contar com a aprovação dos grupos Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom para, em virtude do sucesso da Oferta Pública Global, fazer o pagamento de um prêmio extraordinário a um grupo de administradores.

170. A essas mensagens, soma-se o fato de que os conselheiros de administração indicados

⁹³ Doc. 0591302 (fls. 20-23).

⁹⁴ Doc. 0591302 (fls. 4-5).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

pelas acusadas Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom, Renato Faria e Fernando Portella, deram anuência ao aditivo contratual que formalizou a gratificação paga a Zeinal Bava⁹⁵. Os diretores presidentes da Andrade Gutierrez, Otavio Azevedo, e da Jereissati Telecom, Carlos Jereissati, por sua vez, declararam à Área Técnica não haver qualquer anormalidade no pagamento de bônus atrelados ao aumento de capital da Companhia e que Renato Faria e Fernando Portella teriam autonomia para concedê-los.

171. Essas mensagens, documentos e declarações, a meu ver, comprovam que o pagamento dos Bônus Oferta Pública Global somente se realizou após a aprovação da Andrade Gutierrez e da Jereissati Telecom, dada aos conselheiros de administração indicados por suas controladas AG Telecom e LF Tel. Renato Faria e Fernando Portella, em seguida, comunicaram esta autorização a Zeinal Bava, que determinou internamente à Companhia que os pagamentos fossem realizados.

172. Registro, contudo, que a Acusação não apresenta qualquer elemento apto a comprovar o entendimento de que o pagamento dos bônus teria sido um incentivo dado aos administradores para comprometer sua diligência e independência, ou que tal pagamento seria mais um exemplo da subordinação indevida de administradores aos Acionistas Controladores, em prejuízo da Companhia.

173. Porém, pelas razões expostas, entendo que assiste razão à Acusação quando conclui que Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom agiram com abuso de poder, ao autorizarem o pagamento dos Bônus Oferta Pública, em montante superior àquele autorizado instâncias societárias competentes, sem levar a matéria à deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração. Caso essa autorização tivesse seguido os trâmites normais, o tema deveria ser deliberado nas Reuniões Prévias e, talvez, fosse objeto de oposição de outros acionistas integrantes do bloco de controle.

174. Voto, portanto, pela condenação de Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom, por infração ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976.

III.2 Operação Societária

Introdução

175. Passo a enfrentar agora o segundo núcleo de imputações apresentado pela Acusação,

⁹⁵ Doc. 0590556 (fls. 7-8).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

que se refere a supostos descumprimentos de deveres fiduciários por parte de administradores da Oi, que teriam negligenciado na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das informações fornecidas pela Portugal Telecom no aumento de capital realizado em 2014, no contexto da Operação Societária, o que teria levado à transferência para a Companhia do Investimento Rio Forte, como parte dos ativos integralizados.

176. Além das investigações prévias da CVM⁹⁶ e de sua própria apuração dos fatos, que envolveu a solicitação de documentos e a oitiva de administradores e representantes de acionistas da Companhia, a Acusação, para chegar às imputações, valeu-se de informações e documentos oriundos das várias instâncias que buscaram apurar as circunstâncias em que foi realizado o Investimento Rio Forte. Dessa forma, dedicou-se ao objetivo de identificar os administradores responsáveis por sua efetivação ou que dele tinham conhecimento, na Oi e na Portugal Telecom⁹⁷.

177. Recompondo um breve histórico fático, em 05.04.2000, a Portugal Telecom firmou parceria estratégica com o GES, tornando-se a sua prestadora preferencial de serviços de telecomunicações. Como contrapartida, passou a concentrar a aplicação de suas disponibilidades de tesouraria em títulos emitidos por sociedades daquele grupo, em especial pela ESI, holding não financeira final do BES⁹⁸.

178. A partir daí, em função dessas disponibilidades, as aplicações da Portugal Telecom em títulos emitidos pelo GES/ESI foram realizadas de forma quase ininterrupta, excetuando os anos de 2008 e 2009, conforme ilustra a tabela abaixo⁹⁹:

⁹⁶ As investigações procedidas pela CVM, que geraram os processos da SEP e da SRE que deram origem ao presente Processo, também envolveram fiscalização externa na Companhia, realizada em 31.07.2014, de modo a obter cópias de e-mails que indicassem eventual ciência de administradores sobre o Investimento Rio Forte.

⁹⁷ Os autos registram apurações internas da Oi (Doc. 0209511, fls. 3-6, 26-30) e da Portugal Telecom (Doc. 0150136, fls. 71-89), além de investigação realizada, para esta última, pela empresa de consultoria PwC (Doc. 0150137) e “*Análise factual de aplicações de tesouraria no BES/GES*” (Doc. 0146699). Também foram anexadas informações enviadas pelo regulador português CMVM (Docs. 0146697 e 0150136), tendo a Acusação citado, também, investigação promovida pela SEC.

⁹⁸ Doc. 0150227 (fl. 10).

⁹⁹ Doc. 0146697.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Tabela 01: Aplicações da Portugal Telecom em títulos do GES

Ano	Montante aplicado em 31.12 (€ milhões)	Ano	Montante aplicado em 31.12 (€ milhões)
2001	600	2008	0
2002	300	2009	0
2003	510	2010	400
2003	560	2011	550
2005	1.220	2012	510
2006	506	2013	750
2007	251	-	-

179. A Acusação destacou algumas normas internas relativas à gestão das disponibilidades financeiras da Portugal Telecom nesse período, apontando que as aplicações nos títulos do GES beneficiaram-se (i) da ausência de limites de alçada ao CFO da Portugal Telecom, cargo ocupado por Zeinal Bava, entre 2001 e 2005; e por Luís Melo, de 2008 a 2014; e (ii) da não exigência de aprovações prévias para transações financeiras entre partes relacionadas¹⁰⁰.

180. Confira-se as normas internas: (i) 01.12.2004: Ordem de Serviço (“OS”) 2504 delegou ao presidente da comissão executiva, ao administrador executivo responsável pela área financeira (CFO) e ao diretor de finanças corporativas a competência para aplicar excedentes de tesouraria sem limite de valor, por qualquer modalidade e por prazos não superiores a 180 dias¹⁰¹; (ii) 23.12.2004: despacho assinado por Zeinal Bava implementou no grupo um modelo de gestão centralizada de tesouraria, passando a Portugal Telecom a gerir de forma unificada e centralizada todo o excedente de tesouraria das sociedades do grupo¹⁰²; (iii) 17.12.2011: OS 409 definiu procedimentos e mecanismos de controle interno para transações com partes relacionadas, como a aprovação pelo conselho de administração, após parecer da comissão de auditoria. As aplicações financeiras não se encontram abrangidas pelo procedimento descrito,

¹⁰⁰ O GES detinha 10,05% do capital social da Portugal Telecom (Doc. 0591328, fl. 90).

¹⁰¹ Docs. 0150136 (fls. 90-91); e 0150137 (fl. 6).

¹⁰² Docs. 0150136 (fls. 90-91); e 0150137 (fl. 6).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

devido a uma não sujeição explicitada na OS¹⁰³; (iv) 23.02.2011: OS 111, assinada por Zeinal Bava, sobre transações com partes relacionadas, substituindo a OS 409 e mantendo a isenção de aprovação do conselho de administração para aplicações financeiras em partes relacionadas¹⁰⁴.

181. Conforme mencionado, nas demonstrações financeiras de 31.12.2013, data-base da avaliação dos Ativos PT, integralizados pela Portugal Telecom no aumento de capital da Oi, as aplicações em títulos do GES/ESI somavam € 750 milhões. Houve, porém, falhas na evidenciação desse investimento nas referidas demonstrações financeiras.

182. Com efeito, a Nota 24 – Investimentos de curto prazo¹⁰⁵, reproduzida no item 74 do Relatório que acompanha este voto, além de não identificar os emitentes, não permitindo aos usuários das demonstrações avaliar que a Portugal Telecom estava exposta preponderantemente ao risco de crédito da ESI, também informava, erroneamente, que a rubrica era referente a títulos “emitidos” pela PT Finance e pela Portugal Telecom, e não subscritos pelas referidas sociedades, como de fato era a condição dos papéis.

183. Ademais, a concentração das aplicações em um único emitente contradizia a afirmação constante da Nota 45.1.3 das mesmas demonstrações financeiras, que informava que “*a política da Portugal Telecom é a de investir em aplicações de curto prazo, junto de instituições financeiras diversificadas*”¹⁰⁶. Essas inconsistências fizeram com que a CMVM a determinasse que a Portugal Telecom publicasse um comunicado, em 25.08.2014, divulgando as informações corretas¹⁰⁷.

184. Com base nas apurações da CMVM e da PwC juntadas aos autos, a Acusação descreve como se deu a subscrição pela Portugal Telecom, em 2014, dos títulos da Rio Forte, holding não financeira, que agregava empreendimentos imobiliários, turísticos e agropecuários do GES.

185. Primeiramente, em 28.01.2014, em reunião no BES, R.S., representando o GES,

¹⁰³ Doc. 0146699 (fl. 11).

¹⁰⁴ Docs. 0146055 e 0146699 (fl. 11).

¹⁰⁵ Doc. 0591328 (fl. 169).

¹⁰⁶ Doc. 0146699 (fl. 17) e Doc. 0591328 (fl. 202).

¹⁰⁷ No comunicado, a Portugal Telecom esclareceu que os títulos de dívida no valor de € 750 milhões foram emitidos pela ESI, empresa não financeira do GES, e foram subscritos, e não emitidos, pela PT Finance (€ 550 milhões) e pela Portugal Telecom (€ 200 milhões). Em relação à Nota 45.1.3, o comunicado informa que, em vista da concentração em depósitos e aplicações de tesouraria no BES/GES em 31.12.2103, a Portugal Telecom não estaria observando uma efetiva diversificação, como anteriormente declarado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

apresentou a Rio Forte a Luís Melo, então CFO da Portugal Telecom¹⁰⁸. Em seguida, entre 10 e 21.02.2014, houve o resgate dos € 750 milhões em títulos da ESI então detidos pela Portugal Telecom¹⁰⁹ e a subsequente aplicação nos papéis comerciais da Rio Forte, com vencimento em 60 dias, acrescentando um montante de € 147 milhões, oriundos de depósitos a prazo no BES, totalizando, assim, o Investimento Rio Forte em € 897 milhões.

186. Em 26.03.2014, anteriormente ao decurso dos 60 dias do prazo de vencimento dos títulos, houve nova reunião no BES, em que este foi representado por A.M.P., que também era membro do *steering committee* de acompanhamento da implementação do MOU. A Portugal Telecom foi representada pelo então CFO, Luís Melo, e pelo diretor de finanças corporativas, C.C. O objetivo da reunião era tratar da manutenção do investimento, pois, segundo narrado por Luís Melo a Zeinal Bava, em e-mail enviado em 27.06.2014, o BES havia ameaçado votar contra a aprovação da Operação Societária, caso não fossem mantidas as aplicações¹¹⁰.

187. Na sequência, em 15 e 17.04.2014 foi realizada a renovação do Investimento Rio Forte, estabelecendo o novo vencimento em 15 e 17.07.2014. Em seguida, nessas datas, houve o inadimplemento da emissora. Em 30.06.2014, como já relatado, houve a divulgação, pela Portugal Telecom, da existência do Investimento Rio Forte. Em 02.07.2014, a Oi divulga um comunicado informando que desconhecia as aplicações. A partir de então, tiveram início as tratativas que culminaram na formalização da Renegociação Rio Forte, em 08.09.2014.

188. As apurações da PwC e da comissão de auditoria da Portugal Telecom levantaram alguns pontos de atenção, em relação às aplicações feitas em títulos da ESI até dezembro de 2013; e posteriormente em títulos da Rio Forte.

189. Primeiro, os investimentos em títulos do GES/ESI não poderiam ter sido feitos pelo CFO sem parecer prévio da comissão de auditoria e da aprovação do conselho de administração, pois a isenção da OS 111 somente valeria para operações de gestão corrente e realizadas em condições de mercado. A PwC não encontrou evidências de consultas a outras instituições financeiras sobre alternativas para os investimentos. As aplicações em títulos do GES/ESI somente formalmente eram de curto prazo, por serem roladas seguidamente¹¹¹.

¹⁰⁸ Docs. 0150136, fls. 75-79 e 0150137 (fl. 8).

¹⁰⁹ (a) € 500 milhões subscritos pela PT Finance em 08.11.2013 foram liquidados em 10.02.2014; (b) € 200 milhões subscritos pela Portugal Telecom em 29.10.2013 foram liquidados em 29.01.2014; e (c) € 50 milhões subscritos pela PT Finance em 20.11.2013 foram liquidados em 20.02.2014.

¹¹⁰ Docs. 0150137 (fl. 10) e 0150138 (fls. 16-18).

¹¹¹ Doc. 0146699 (fls. 16-17).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

190. Segundo, a informação fornecida à comissão de auditoria era que as aplicações até dezembro de 2013 seriam “BES Notes”, ou seja, títulos do BES. O risco das referidas aplicações foi considerado como sendo igual ao do BES, sem ter sido feita análise de risco adicional, apesar do fato de que em setembro de 2013 surgiram notícias na imprensa sobre possíveis dificuldades financeiras no GES. A ESI não é instituição de crédito e não possui classificação de risco emitido por qualquer agência. A ESI recebeu uma concentração relevante de investimentos, em descumprimento à política de investimento da Portugal Telecom descrita nas demonstrações financeiras de 31.12.2013¹¹².

191. Terceiro, não foi feita a devida análise do risco das operações financeiras com ESI e Rio Forte. Não foi realizada pesquisa de mercado sobre outras alternativas de investimentos. Havia a possibilidade de um *default* em data anterior, não fossem as sucessivas rolagens das dívidas¹¹³.

192. Em vista de todo o histórico acima exposto, a Acusação conclui que, apesar de não estarem corretamente evidenciadas nas demonstrações financeiras da Portugal Telecom de 31.12.2013, Fernando Portella, Shakhaf Wine e Otávio Azevedo deveriam ter conhecimento das aplicações financeiras em títulos do GES.

193. Além de serem conselheiros de administração da Oi e, no caso de Otávio Azevedo, da Telpart, também eram administradores da Portugal Telecom. Do mesmo modo, Bayard Gontijo, diretor financeiro da Oi, também deveria ter ciência dessa informação, em virtude de seu envolvimento na negociação, aprovação e implementação da Operação Societária. Todos eles, enquanto administradores da Oi, ao negligenciarem a verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das informações fornecidas pela Portugal Telecom teriam violado seus deveres de diligência, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

194. Quanto a Zeinal Bava e Luís Melo, ambos teriam, para a Acusação, se omitido deliberadamente em verificar os Ativos PT e as informações fornecidas pela Portugal Telecom, deixando de alertar a Oi e seus administradores sobre os riscos das aplicações em títulos do GES. Com isso, teriam violado seu dever de lealdade para com a Oi, em infração ao art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976. Luís Melo, ademais, teve conhecimento do resgate dos títulos do GES/ESI e da realização do Investimento Rio Forte a partir dos recursos resgatados.

195. Também foi imputada à Portugal Telecom a violação a seu dever de lealdade, na

¹¹² Doc. 0150219.

¹¹³ Doc. 0150137.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

condição de acionista controladora da Oi, por falhar em prestar informações financeiras completas e confiáveis no aumento de capital da Companhia, em infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976.

196. Analisarei a seguir a eventual responsabilidade de cada um dos acusados citados acima.

Zeinal Bava

197. Zeinal Bava foi CFO da Portugal Telecom entre 2001 e 2005, permanecendo, em seguida, por dois anos como vice-presidente do conselho de administração. Em 2008, passou a ser o CEO da Portugal Telecom, cargo que ocupou até 04.06.2013. A partir de então, assumiu a posição de diretor presidente da Oi, mantendo-se, porém, como CEO da PT Portugal, uma sociedade operacional do grupo. Desligou-se do cargo de diretor presidente da Oi e de CEO da PT Portugal após a divulgação do Investimento Rio Forte.

198. Apesar de alguns administradores da Portugal Telecom terem declarado à PwC¹¹⁴ que Zeinal Bava teria tido ciência prévia da realização do Investimento Rio Forte, bem como de sua renovação, em abril de 2014, a Acusação concluiu não ter sido possível comprovar esse fato. Porém, alguns elementos demonstrariam que, ao menos em 29.05.2014, Zeinal Bava teve conhecimento de investimentos realizados pelo grupo Portugal Telecom de € 897 milhões no GES/BES, embora sem especificação da natureza ou se tais investimentos foram realizados na Rio Forte¹¹⁵.

199. A Acusação afirma que, com os conhecimentos que detinha por ter sido CEO da Portugal Telecom, Zeinal Bava, de posse das demonstrações financeiras da sociedade de 31.12.2013, poderia ter questionado os assessores legais e financeiros envolvidos na Operação Societária se a política de investimentos estava sendo cumprida adequadamente. Poderia, ainda, ter feito melhor acompanhamento dos Ativos PT que seriam integralizados no aumento de capital e alertado a Oi sobre os riscos da concentração em títulos do GES.

200. Para a Acusação, Zeinal Bava teria interesse pessoal na concretização da Operação Societária, que poderia fracassar em caso de descoberta do Investimento Rio Forte, pondo em risco seu bônus de R\$ 40 milhões. Teria, assim, deliberadamente se omitido no exercício da

¹¹⁴ Doc. 0146699 (fls. 22-23).

¹¹⁵ Essa conclusão ampara-se em e-mail capturado pela filtragem da SRE, datado de 30.06.2014, em que Zeinal Bava relata a Bayard Gontijo: “7/. A partir de 29 de maio dessa data a PT passou a informar a posição do seu caixa de uma forma consolidada tendo passado a discriminar a partir de 29/5 onde é identificado o investimento no GES/BES de Euros 897 milhões” (Doc. 0150138, fl. 12).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das informações fornecidas pela Portugal Telecom. De posse de informações relevantes sobre a Operação Societário, deixou de alertar a Oi e seus administradores sobre os riscos das aplicações em títulos do GES, para viabilizar a realização de aumento de capital, violando o art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976.

201. Em sua defesa, Zeinal Bava alega que não teria motivos para alertar a Oi e seus administradores sobre a política de investimentos da Portugal Telecom, pois as aplicações em títulos do ESI, adquiridos até 04.06.2013, quando se desligou da sociedade, e até mesmo aqueles detidos no final do ano 2013, teriam sido totalmente reembolsados e pagos integralmente nas respectivas datas de vencimento, com pagamento de capital e juros.

202. Esta alegação, no entanto, não corresponde aos fatos. O que foi demonstrado nos autos é que tais aplicações, apesar de serem de curto prazo, tendo os juros e encargos sido regularmente pagos, eram continuamente roladas¹¹⁶. Isso se deu inclusive com a aplicação em papéis da ESI evidenciada nas demonstrações financeiras de 31.12.2013, que somava o valor de € 750 milhões e que, apesar de resgatada, teve os valores imediatamente reaplicados, mas desta vez não na ESI, mas, sim, em papéis comerciais da Rio Forte.

203. A defesa cita, também, a informação de que o Banco de Portugal¹¹⁷, até 30.09.2013, não teria identificado qualquer risco de crédito relacionado ao BES, referente a exposição a passivos financeiros da ESI e das demais empresas não financeiras do GES. Essa situação teria sido validada por firmas de auditoria e consultoria de primeira linha. Somente em 26.11.2013 o BES teria informado um aumento significativo do passivo financeiro da ESI, para o montante de € 5,6 bilhões, na data-base de 30.09.2013.

204. A defesa aduz que esse fato fez com que, em 03.12.2013, o Banco de Portugal impusesse uma barreira de proteção (*ring-fencing*) ao BES, face aos riscos emergentes do ramo não financeiro do GES, com a eliminação da exposição à ESI. Essa teria sido a causa de o GES ter apresentado à Portugal Telecom uma proposta de investimento direto nas sociedades da Rio Forte, que estava sem ter como se financiar via ESI. A defesa ressalta que todo esse processo ocorreu após a saída de Zeinal Bava da Portugal Telecom.

205. Zeinal Bava alega, assim, que não se poderia exigir que ele alertasse a Oi sobre os riscos

¹¹⁶ Assim foi apurado pela PwC, no trabalho intitulado justamente “*Análise factual de aplicações de tesouraria no BES/GES*” (Doc. 0146699).

¹¹⁷ Doc. 0757284 (fls. 2-3).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

dos papéis ESI/BES, pois tais riscos não existiam até o momento em que ele se desligou da Portugal Telecom, em 04.06.2013, para assumir o cargo de diretor presidente da Oi. Esses riscos só teriam passado a ser conhecidos depois de sua saída da sociedade. Acrescenta que, relativamente às demonstrações financeiras de 31.12.2013, disporia das mesmas informações que o mercado, pois, desde a citada data de 04.06.2013, teria apenas conhecimento operacional sobre a situação da sociedade PT Portugal, por ocupar o cargo de CEO.

206. Essas alegações, porém, não socorrem Zeinal Bava.

207. Primeiramente, o que se observa é que, como ele mesmo aponta, as dificuldades financeiras da ESI começaram a vir à tona em novembro de 2013, antes mesmo da ratificação do conselho de administração da Oi, em 18.12.2013. Parece pouco crível, devido a seu histórico profissional, que essa informação não tivesse chegado a ele, assim como a imposição do *ring-fencing*, pelo Banco de Portugal, à exposição do BES à ESI.

208. Também não há qualquer razoabilidade em aceitar que, no tocante às demonstrações financeiras da Portugal Telecom de 31.12.2013, Zeinal Bava dispusesse somente das informações divulgadas ao mercado. Tendo ocupado as posições de CFO e CEO da Portugal Telecom de 2001 até sua saída em 04.06.2013, é inconteste que Zeinal Bava tinha pleno conhecimento da política de concentração de investimentos em títulos do GES/ESI. Também tinha ciência de como se dava a aplicação das disponibilidades financeiras do grupo, baseada na gestão centralizada de caixa pela Portugal Telecom e na autonomia do CFO e do diretor de finanças corporativas para investir os excedentes de tesouraria, nos termos das normas internas mencionadas anteriormente, algumas, inclusive, assinadas por ele.

209. Não há nos autos qualquer elemento indicando que esses procedimentos tenham se alterado após o seu desligamento do cargo de CEO, o que autoriza a conclusão da Acusação de que, com os conhecimentos que detinha de sua atuação prévia na Portugal Telecom, Zeinal Bava tinha elementos suficientes para identificar nas demonstrações financeiras de 31.12.2013 a elevada concentração de disponibilidades financeiras em títulos da ESI. Em vista de seu longo histórico como administrador da sociedade, ele não pode opor a essa conclusão as falhas informacionais havidas nas Notas 45.1.3 e 24 daquelas demonstrações, relativas, respectivamente, a uma inexistente diversificação de investimentos e a não especificação da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

ESI como emitente dos € 750 milhões em títulos subscritos naquela data¹¹⁸.

210. Do mesmo modo, Zeinal Bava tinha ciência de que a renovação desses títulos poderia ser feita diretamente pelo CFO da Portugal Telecom, sem o parecer prévio da comissão de auditoria e a aprovação pelo conselho de administração, nos termos das normas internas mencionadas anteriormente, emitidas durante suas gestões de CFO e CEO¹¹⁹. Como pontuado pela Acusação, “[o] fato de o CFO não possuir limite de alçada representava um risco”, risco este, que, pelas razões expostas, era de conhecimento do acusado e que, em síntese, se concretizava na liberdade detida pelo CFO da Portugal Telecom, institucionalizada no grupo, para a gestão de suas disponibilidades financeiras, sem limite de valor e sem qualquer autorização prévia.

211. O potencial de dano deste risco certamente aumentou e foi trazido para a esfera da Oi com a celebração do MOU, em 02.10.2013, pois a Portugal Telecom assumiu obrigações financeiras de aproximadamente € 1,5 bilhão no aumento de capital da Companhia e na subscrição das debêntures no âmbito da Operação Societária. Essa também foi a conclusão da comissão de auditoria da Portugal Telecom, nas diligências que procedeu em agosto de 2014, a respeito das aplicações de excedentes de tesouraria do grupo no Investimento Rio Forte, ao dizer que “*nestas condições, deveria ter havido especial cuidado em não perturbar a situação de tesouraria da PT, assegurando a capacidade de cumprir este compromisso*”^{120_121}.

212. No mesmo documento, a comissão de auditoria da Portugal Telecom também registrou que, em vista dos elevados montantes aplicados nos títulos Rio Forte e as implicações de um eventual descumprimento das obrigações assumidas no MOU de 02.10.2013, “*teria sido da mais elementar prudência*” que a renovação dos investimentos em abril de 2014 não tivesse sido feita pelo CFO sem obtenção aprovação expressa da comissão executiva e do conselho de

¹¹⁸ A Nota 24 também errava em dizer que os títulos foram emitidos pela Portugal Telecom e não subscritos, o que pode ter ocorrido devido a um erro de digitação, pois todo o restante da Nota, a começar por seu título, “Investimentos de curto prazo” referia-se a aplicações, e não a obrigações. Creio ter tido essa falha, portanto, potencial reduzido de induzir a erro os usuários das demonstrações, embora pudesse chamar atenção para suas outras deficiências informacionais.

¹¹⁹ No supracitado e-mail enviado a Bayard Gontijo em 30.06.2014, após a Portugal Telecom divulgar a existência do Investimento Rio Forte, Zeinal Bava declara que “1/. Conforme é do conhecimento público, em linha com o comunicado divulgado, a CE da PT SGPS sufragou investimentos no papel comercial da Rio Forte negociada pela tesouraria centralizada. 2/. A PT tinha a política de gestão centralizada de tesouraria na PT SGPS. Neste contexto as aplicações de tesouraria de curto prazo eram definidas e aprovadas na CE da PT SGPS.” (Doc. 0150138, fl. 12).

¹²⁰ Doc. 0150136 (fls. 77-79).

¹²¹ A PwC ressaltou que uma das consequências da renovação e manutenção do Investimento Rio Forte em abril de 2014 foi que, para face às obrigações contraídas na Operação Societária, a Portugal Telecom, já após a combinação de negócios com a Oi, precisou aumentar seu endividamento, o que não teria sido necessário, caso não tivesse sido feito aquele investimento. (Doc. 0146699, fls. 14-15).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

administração, apesar de esta prática estar integrada na regulamentação de delegação de poderes em vigor – ou, como apontei, institucionalizada no grupo.

213. Portanto, todo esse contexto permitiu que, sob a responsabilidade do CFO Luís Melo e do diretor de finanças corporativas, C.C., sem qualquer outra aprovação interna, o Investimento Rio Forte fosse realizado, após o resgate dos € 750 milhões em títulos da ESI, e dois meses depois renovado.

214. Porém, como assumido pela própria Acusação, não se comprovou conhecimento prévio de Zeinal Bava acerca desse investimento ou, mesmo, de sua renovação em abril de 2014. Sua defesa trouxe argumentos e documentos que, a meu ver, demonstram que houve um esforço interno na Portugal Telecom para esconder da Oi a sua realização e para não evidenciar que o emitente dos € 897 milhões em títulos, referenciados como “Títulos BES”, era a Rio Forte. O objetivo era impedir que a Companhia tomasse conhecimento da real situação dos ativos integralizados pela Portugal Telecom no aumento de capital da Oi.

215. Nada foi dito sobre o Investimento Rio Forte na *bring down due dilligence call* realizada em 28.04.2014 com a Portugal Telecom e as demais partes envolvidas na Operação Societária¹²². A aprovação do aumento de capital pelo conselho de administração da Oi ocorreu nessa data.

216. Em seguida, após a homologação do aumento, em 05.05.2014, a Portugal Telecom não cumpriu o compromisso de utilizar € 1,25 bilhão remetidos pela Oi para pagamento de determinadas dívidas, utilizando apenas € 500 milhões. Os € 750 milhões restantes, que seriam usados para quitação de empréstimo conversível, foram usados para pagar outras obrigações. Questionado por Bayard Gontijo, diretor financeiro da Oi, o diretor de finanças corporativas da Portugal Telecom, C.C., em e-mail datado de 29.05.2014, enviou planilha em que constavam € 897 milhões aplicados em “Títulos BES”, declarando que tais títulos não poderiam ser resgatados, necessitando-se captar € 700 milhões para fazer frente ao mencionado empréstimo conversível¹²³.

217. Logo, não havia, em 29.05.2014, como entendeu a Acusação, qualquer referência ao Investimento Rio Forte. Pelo contrário, dissimulava-se sua existência, ao referenciá-lo como “Títulos BES”. Não subsiste, assim, a tese da Acusação de que Zeinal Bava teria conhecimento

¹²² Doc. 0757282 (fls. 98-100).

¹²³ Doc. 0757282 (fls. 82-87).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

do Investimento Rio Forte desde aquela data, inferida a partir da leitura de e-mail enviado por ele a Bayard Gontijo em 30.06.2014¹²⁴.

218. De todo modo, todos esses fatos, a meu ver, ratificam a conclusão da Acusação de que os investimentos nos papéis da Rio Forte *“foram realizados, mantidos e ocultados dos controles internos, das informações gerenciais, da contabilidade, da auditoria externa e dos assessores financeiros por alguns administradores”*¹²⁵.

219. Apesar de não haver elementos para afirmar, acima de uma dúvida razoável, que Zeinal Bava estava entre os que sabiam que os valores aplicados em títulos ESI foram resgatados e direcionados para essas aplicações, restou demonstrado que Zeinal Bava tinha conhecimento de que os € 750 milhões em títulos de curto prazo, evidenciados nas demonstrações financeiras da Portugal Telecom de 31.12.2013, eram de emissão da ESI, holding final do BES. Ele também tinha ciência de que a gestão dos excedentes de tesouraria da Portugal Telecom era feita diretamente pelo CFO, sem parecer prévio da comissão de auditoria e sem aprovação do conselho de administração.

220. Logo, em vista do elevado montante das disponibilidades financeiras alocadas nos títulos, equivalente a 58% do valor de avaliação dos Ativos PT (€ 1,75 bilhão), que seriam vertidas à Oi no aumento de capital, era relevante que essas informações fossem levadas ao conhecimento da Companhia e, mesmo, dos eventuais participantes da Oferta Pública Global. Do mesmo modo, deveria ter havido, por parte da Portugal Telecom, um monitoramento rigoroso dessas disponibilidades, em vista dos compromissos assumidos na Operação Societária.

221. Zeinal Bava e Bayard Gontijo eram os principais executivos da Oi à frente da Oferta Pública Global, desde o anúncio da Operação Societária, em 02.10.2014, tendo apresentado a operação a investidores internacionais em extenso *road show* no exterior, entre 07 e 15.04.2014. Zeinal Bava, inclusive, recebeu elevado bônus financeiro por seu esforço para o sucesso do aumento de capital da Companhia.

222. Contudo, em nenhuma das investigações realizadas para apurar os fatos relacionados ao Investimento Rio Forte, foi identificado qualquer ato de Zeinal Bava direcionado a esclarecer à Oi e aos demais *stakeholders* envolvidos no aumento de capital sobre as circunstâncias que

¹²⁴ V. Nota 112 supra.

¹²⁵ Doc. 0641341 (itens 114 e 157).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

cercavam a aplicação financeira detida pela Portugal Telecom em 31.12.2013, no significativo montante de € 750 milhões. Tampouco sua defesa conseguiu comprovar qualquer iniciativa dele no sentido de alertar a Companhia e seus outros administradores sobre os riscos trazidos pela concentração das disponibilidades na ESI e pela maneira com que se fazia a gestão dessas disponibilidades na Portugal Telecom.

223. Zeinal Bava chegou a receber um e-mail de seu assessor jurídico, em 24.03.2014, a respeito do eventual risco de uma divergência entre os ativos prometidos e que seriam os entregues à Companhia no aumento de capital¹²⁶. Relevante observar que o assessor jurídico inicia a mensagem dizendo que conversou com Bayard Gontijo “*a respeito da preocupação quanto à gestão do caixa da PT*”, demonstrando que os dois principais executivos da Oi consideravam haver riscos na gestão de tesouraria da Portugal Telecom. O assessor aventou a opção de se criar um comitê operacional, com a participação de ambos, para acompanhar a gestão dos ativos que seriam conferidos pela Portugal Telecom, mas nenhuma ação foi efetivada na sequência desta comunicação.

224. Os riscos, no entanto, já estavam se materializando no final de 2013, quando surgiu a informação de que a ESI vivenciava significativos problemas financeiros, a ponto de o Banco de Portugal impor ao BES restrições quanto à exposição à ESI. Esse fato, segundo a narrativa do próprio Zeinal Bava, levou a que os títulos da ESI fossem trocados pelos papéis comerciais da Rio Forte, sem que tal alteração fosse levada ao conhecimento da Oi e da instituição responsável pelo Laudo de Avaliação dos Ativos PT, que seriam integralizados no aumento de capital.

225. Os títulos da Rio Forte terminaram incorporados aos ativos da Oi e mesmo tendo sido devolvidos à Portugal Telecom como consequência da Renegociação Rio Forte, houve, como relatado pela defesa, a necessidade de novo endividamento de € 700 milhões, para fazer frente a compromissos que seriam quitados com as disponibilidades financeiras utilizadas na subscrição dos títulos.

226. Todos esses problemas poderiam ter sido, se não evitados, ao menos mitigados, se Zeinal Bava, ciente de todo o pano de fundo desconhecido pela Oi, tivesse preventivamente tomado iniciativas para defender os direitos da Companhia. Nos termos do art. 155 da Lei nº 6.404/1976, Zeinal Bava deveria servir lealmente aos interesses da Oi, colocando a Companhia

¹²⁶ Doc. 0146703.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

e seus administradores no mesmo nível informacional em que ele estava.

227. Entendo, porém, não haver fundamento na tese da Acusação de que Zeinal Bava teria se omitido em manter a Companhia informada sobre os investimentos da Portugal Telecom em títulos da ESI movido pelo objetivo de assegurar o recebimento do bônus pelo sucesso do aumento de capital. Não há qualquer elemento nos autos que autorize essa afirmação.

228. Contudo, a caracterização da omissão, por parte de administrador, no exercício ou na proteção de direitos da companhia, tipificada na parte inicial do inciso II do art. 155 da Lei nº 6.404/1976, prescinde da comprovação do dolo, bastando o exercício negligente de suas funções¹²⁷.

229. Nesse sentido, como bem pontuou a Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, no julgamento do PAS CVM Nº RJ2015/10020, em 19.11.2019: “[o] disposto no art. 155 da Lei das S.A. impõe aos administradores uma obrigação genérica de comportamento leal, inserido no sistema de deveres fiduciários, de agir com boa-fé e para fins legítimos, no interesse da companhia.” Ou, nas palavras da doutrina, manifesta-se o dever de lealdade “*pelo zelo, pelo cuidado, pela atenção permanente no exercício do dever fiduciário atribuído pela lei ao gestor da companhia, seja nos negócios ordinários, seja nos relevantes ou extraordinários que ocorrem no curso da existência da companhia*”¹²⁸.

230. Pelas razões expostas anteriormente, este cuidado no exercício de seus deveres fiduciários para com a Oi não foi seguido por Zeinal Bava, na condução das operações inseridas na Operação Societária entabulada com a Portugal Telecom, especialmente com relação à completa disponibilização, para a Companhia, de informações relevantes sobre o aumento de capital então previsto.

231. Voto, portanto, por sua condenação por infração ao art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976.

Bayard Gontijo

232. Não foi possível determinar se Bayard Gontijo, diretor financeiro da Oi à época da celebração do MOU e do aumento de capital da Companhia, teve conhecimento prévio do

¹²⁷ “A caracterização da infração prescinde da comprovação do dolo, uma vez que a omissão pode ser culposa, decorrente do exercício negligente das funções administrativas.” EIZIRIK, Nelson, *A Lei das S/A Comentada*, vol. II, São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 369.

¹²⁸ CARVALHOSA, Modesto. “Comentários à lei de sociedades anônimas”. 3º volume: artigos 138 a 205, 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 349.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Investimento Rio Forte. A Acusação entende que, na condição de diretor financeiro, ele confiou indevidamente em informações disponibilizadas pela companhia incorporada, sem questionar os problemas informacionais existentes nas demonstrações financeiras da Portugal Telecom de 31.12.2013, em especial as inconsistências presentes na Nota 24.

233. A Acusação ressalta que Bayard Gontijo foi copiado no e-mail enviado a Zeinal Bava pelo assessor jurídico em 24.03.2014, referente a possíveis medidas a serem tomadas em caso de divergências entre o valor de avaliação dos Ativos PT e o efetivamente recebido, mas não teria tomado qualquer providência a respeito. Também teria desconsiderado o alerta do conselheiro de administração A.C.S. na reunião do conselho de administração de 18.12.2013¹²⁹, de que as sociedades que seriam incorporadas pela Oi no aumento de capital possuiriam passivos que seriam assumidos pela Companhia sem serem adequadamente conhecidos.

234. A Acusação também aponta que os Ativos PT, incluindo as aplicações financeiros, foram incorporados à Oi em 05.05.2014, mas somente em 30.06.2014 Bayard Gontijo descobriu a existência de um investimento de € 897 milhões em títulos de alto risco e contratou um *trustee* para avaliação de tesouraria da PT Portugal, demonstrando que não teria sido realizada a conferência de ativos por parte da Oi, após o aumento de capital.

235. Por todos esses pontos, que envolvem atos anteriores e posteriores ao aumento de capital da Oi, homologado em 05.05.2014, a Acusação concluiu que Bayard Gontijo teria negligenciado a verificação e o acompanhamento dos Ativos PT e das informações fornecidas pela Portugal Telecom, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

236. Primeiramente, analisando a conduta de Bayard Gontijo após o aumento de capital e a incorporação pela Oi dos Ativos PT, concordo com sua defesa no sentido de que a integração das atividades da Companhia e da Portugal Telecom não se daria automaticamente, sendo um processo naturalmente demorado, em vista do porte e complexidade das operações de ambas as sociedades. É razoável que ele não tenha assumido imediatamente a responsabilidade pela área financeira da Portugal Telecom.

237. Também não há que se falar em conferência de ativo por ativo após a homologação do aumento de capital, considerando, ainda, que o que foi incorporado foram as participações detidas pela Portugal Telecom. Não vejo qualquer incoerência desse ponto com a contratação do *trustee* após a descoberta do Investimento Rio Forte, pois este evento certamente demandaria

¹²⁹ Doc. 0145927.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

um detalhado escrutínio nos investimentos realizados.

238. Sobre os ativos e passivos financeiros integralizados, permito-me remeter, aqui, às informações trazidas pela defesa de Zeinal Bava, mais especificamente as mensagens trocadas entre Bayard Gontijo e Luís Melo, CFO; e o diretor de finanças corporativas da Portugal Telecom, C.C., a respeito da utilização dos recursos obtidos no aumento de capital.

239. Em 22.04.2014, antes mesmo da homologação do aumento, Bayard Gontijo alerta Luís Melo e C.C sobre os € 1,25 bilhão que seriam remetidos pela Oi à Portugal Telecom, após o fechamento da operação, para pagamento de determinadas dívidas. Em 08.05.2014, após o envio dos recursos, Bayard Gontijo questiona C.C. sobre a utilização dos valores, sobrevindo outras trocas de mensagens até o mencionado e-mail de 29.05.2014 em que C.C. informa que os € 897 milhões aplicados em “Títulos BES” não poderiam ser resgatados e haveria a necessidade de contratar dívida para pagar os compromissos anteriores¹³⁰.

240. Não se pode dizer, portanto, que Bayard Gontijo não diligenciou pela correta conferência ou utilização dos recursos obtidos no aumento de capital. O que houve é que a Portugal Telecom utilizou parte dos recursos fora da destinação prevista, sem revelar tal fato à Oi e a seus administradores, como a própria Acusação reconhece. Após a descoberta do Investimento Rio Forte, entendo que tampouco se pode falar em falta de diligência de Bayard Gontijo, pois ele esteve à frente da renegociação que resultou no acordo sobre o imbróglio surgido com o inadimplemento dos títulos.

241. Cabe, porém, analisar a sua conduta no período anterior à homologação do aumento de capital, em que, como já se concluiu, as demonstrações financeiras da Portugal Telecom de 31.12.2013, data-base da avaliação dos Ativos PT, não evidenciavam corretamente aplicações financeiras de € 750 milhões, omitindo tratar-se de títulos emitidos pela ESI. As demonstrações, erroneamente, também afirmavam que a companhia seguia uma política de diversificação de investimentos.

242. Como é pacífico na doutrina e na jurisprudência, de modo a aferir o cumprimento pelos administradores de seu dever de diligência, esse dever, usualmente, é decomposto em algumas ordens de comportamentos, entre elas os deveres de se informar e investigar. Ocupando o cargo de diretor financeiro da Oi, e considerando a utilização das demonstrações financeiras da Portugal Telecom de 31.12.2013 como base de avaliação dos Ativos PT que seriam

¹³⁰ Doc. 0757282 (fls. 67-87).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

integralizados no aumento de capital da Companhia, pode se tomar como certo que Bayard Gontijo se informou sobre as rubricas nelas evidenciadas. Em vista dos erros e inconsistências presentes nas Notas 24 e 45.1.3, caberia investigar mais profundamente a questão da aplicação financeira que totalizava € 750 milhões.

243. Quanto a isso, Bayard Gontijo alega que as informações financeiras foram auditadas, passaram por diligência legal, trocas de informações por Q&As, *calls* com assessores jurídicos brasileiros e estrangeiros, não havendo razão para que ele duvidasse de sua regularidade.

244. Porém, como alertou o Diretor Relator Gustavo Gonzalez, no julgamento do PAS nº RJ2014/8013, em 31.07.2018, *“o administrador não pode ser simples receptor e aplicador da informação recebida, tendo o dever de analisar criticamente o material que lhe é apresentado”*. Nesse sentido, considero que a ausência de especificação na Nota 24 do emissor de títulos no montante de € 750 milhões, equivalentes a 58% do valor de avaliação dos Ativos PT, configura robusto sinal de alerta para que Bayard Gontijo procedesse a uma investigação mais aprofundada das características desse investimento, notadamente pelo fato de que a Operação Societária, em que o aumento de capital se incluía, envolvia o dispêndio, pela Portugal Telecom, de vultosas quantias para pagamento de dívidas e subscrição de debêntures.

245. Nos termos do voto do Diretor Relator Pablo Renteria no julgamento do PAS CVM nº 01/2007, em 22.09.2016, o *“direito de confiar não é absoluto, deixando de prevalecer diante da existência de um sinal de alerta que coloque em xeque a confiabilidade da informação prestada pelo terceiro. Nessa hipótese, cabe ao administrador receber a informação com ceticismo e adotar as providências necessárias a fim de verificar a sua veracidade e exatidão”*.

246. Contudo, não há nos autos qualquer registro de procedimento que Bayard Gontijo tenha levado a termo para se inteirar, junto à Portugal Telecom, dos detalhes daquele investimento, de modo a poder precaver a Oi de eventuais riscos que eles apresentassem para o sucesso do aumento de capital, prestes a se efetivar. Não há registro, tampouco, que ele tenha informado os conselheiros de administração sobre eventuais riscos trazidos pela excessiva exposição da Portugal Telecom a títulos emitidos pelo GES/ESI, na reunião do conselho (i) de 18.12.2013, em que ele apresentou o MOU e a Operação Societária subjacente; e (ii) de 19.02.2014, em que ele fez detalhada exposição sobre o aumento de capital e a Oferta Pública Global.

247. Tivesse esclarecido melhor os conselheiros de administração, nessas duas oportunidades, aí sim haveria sinais de alerta a recomendar que estes deliberassem as matérias



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

com mais atenção, mesmo em face de orientação de voto pela sua aprovação, oriunda das Reuniões Prévias.

248. No tocante ao modo como se dava a gestão dos excedentes de tesouraria pela Portugal Telecom, que era feita sem análise e aprovação prévia do comitê de auditoria e do conselho de administração, não se pode exigir de Bayard Gontijo o mesmo nível conhecimento de Zeinal Bava, que possuía longo histórico como CFO e CEO daquela sociedade.

249. Observe-se, todavia, que no e-mail enviado a Zeinal Bava, em 24.03.2014, em que Bayard foi copiado, o assessor jurídico consignou ter conversado com o diretor financeiro “*a respeito da preocupação quanto à gestão do caixa da PT*” e sugeriu medidas que poderiam ser tomadas para mitigar eventual risco de uma divergência entre os ativos prometidos e aqueles que seriam entregues à Companhia no aumento de capital.

250. Existia, assim, uma preocupação sobre o assunto no radar dos dois administradores da Oi que estavam à frente da operacionalização do aumento de capital da Companhia, mas nenhuma ação concreta foi tomada, no sentido de monitorar a integridade das vultosas aplicações financeiras mantidas pela Portugal Telecom no GES/ESI, com as consequências vistas posteriormente.

251. Em vista de sua omissão em melhor esclarecer a situação desses investimentos e manter informada a Companhia e seus administradores, Bayard Gontijo faltou com seu dever de diligência, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

Fernando Portella, Shakhaf Wine e Otávio Azevedo

252. A Acusação também imputou falha no dever de diligência a Fernando Portella e Shakhaf Wine, conselheiros de administração da Oi, e a Otávio Azevedo, conselheiro de administração da Telpart. Os três também eram administradores da Portugal Telecom. Shakhaf Wine integrava a comissão executiva, equivalente à diretoria, em nossa legislação. Fernando Portella e Otávio Azevedo ocupavam assentos no conselho de administração da Portugal Telecom. Nessa condição, em 19.02.2014, atestaram a veracidade das informações financeiras prestadas pela Portugal Telecom em 31.12.2013¹³¹, apesar dos erros informacionais presentes nas Notas 24 e 45.1.3, como descrito acima.

253. Embora não tenha sido possível identificar que conheciam o Investimento Rio Forte, a

¹³¹ Doc. 0591328 (fl. 111-112).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Acusação entende que, como administradores, eles conheceriam os procedimentos e controles internos da Portugal Telecom e deveriam ter reportado à Oi as práticas daquela sociedade, alertando sobre os riscos para a Operação Societária advindo da aplicação financeira no elevado valor de € 750 milhões. Também teriam negligenciado o alerta de A.C.S., nas reuniões do conselho de administração da Oi de 18.03.2013 e 19.02.2014.

254. A Acusação também afirma que seria negligência grosseira por parte dos acusados desconhecerem a realização de investimentos no montante de € 897 milhões, que violavam a política interna da Portugal Telecom em três pontos: **(i)** eram concentrados em um único emissor; **(ii)** eram emitidos por uma instituição não financeira; e **(iii)** não possuíam *rating*.

255. Em relação a esse último ponto, nos termos já expostos anteriormente, a Acusação assume não haver comprovação de que os acusados tiveram conhecimento prévio do Investimento Rio Forte, que teria sido feito de forma sub-reptícia pelos administradores que manejavam as disponibilidades financeiras da Portugal Telecom. Não vejo como, portanto, acusá-los de falta de diligência em relação a esse ponto.

256. No tocante ao alerta do conselheiro preferencialista A.C.S., quando da análise do eventual desvio de poder dos conselheiros de administração, na seção anterior deste voto, consignei que a manifestação de voto de A.C.S. veio desacompanhada de qualquer estudo técnico-jurídico. Não representava justificativa suficientemente robusta para os acusados desviarem-se das orientações de voto recebidas do bloco de controle. Ademais, como apontam as defesas, o conselheiro alertou sobre a eventual existência de passivos ocultos nas sociedades que seriam incorporadas, não de alguma inconsistência em seus ativos, entre eles as aplicações financeiras.

257. É ponto pacífico, porém, que eles possuíam a informação sobre a elevada exposição da sociedade a uma única emissora em 31.12.2013, por meio da aplicação financeira de € 750 milhões, por terem atestado a veracidade das demonstrações financeiras da Portugal Telecom. Como administradores da Portugal Telecom, também não podem alegar desconhecimento das normas internas da sociedade, relativas à gestão de tesouraria, que, pela interpretação adotada internamente, permitiam ao CFO aplicar os recursos sem autorização prévia do comitê de auditoria e do conselho de administração.

258. Abro um parêntese para dizer que a análise de conduta de administradores de companhias de outras jurisdições não integra competência desta CVM. Este voto, naturalmente,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

não se propõe a avaliar a diligência dos três administradores por terem atestado a veracidade das demonstrações financeiras da Portugal Telecom, sob a ótica da legislação portuguesa (apesar dos erros flagrantes, que foram, inclusive, objeto de esclarecimento posterior ao mercado, por determinação da CMVM). Nem a Acusação procurou fazê-lo, como as defesas alegam. A informação relativa à posição ocupada pelos acusados na Portugal Telecom parece sobremaneira relevante como um elemento de prova em si, que interessa à aplicação da legislação brasileira e ao exercício do poder-dever da CVM, no sentido de que reforça a constatação de que tais acusados possuíam a informação sobre a elevada exposição da Portugal Telecom a uma única emissora em 31.12.2013, por meio da aplicação financeira de € 750 milhões.

259. Dito isso, a conclusão a que chego é que Shakhaf Wine e Fernando Portella, na qualidade de conselheiros de administração da Oi, de posse de informação que traria riscos à implementação da Operação Societária, deveriam ter alertado a Companhia e os outros administradores que as demais características e circunstâncias do ativo que seria incorporado pela Companhia precisariam ser investigadas em maiores detalhes.

260. Do mesmo modo, Otávio Azevedo, conselheiro de administração da controladora direta da Oi, a companhia aberta Telpart, e que também era membro do *steering committee* que deveria acompanhar a Operação Societária, deveria ter diligenciado para que a informação fosse compartilhada com a administração da Telpart e da Companhia, que incorporaria os Ativos PT.

261. Os três assinaram as demonstrações financeiras da Portugal Telecom em 18.02.2014, um dia antes da reunião do conselho de administração da Oi que aprovou o Laudo de Avaliação dos Ativos PT e as condições do aumento de capital em que esses ativos, que incluíam os € 750 milhões em títulos do GES/ESI, seriam vertidos ao patrimônio da Companhia.

262. Na reunião do conselho de administração de 19.02.2014¹³², participaram Shakhaf Wine e Fernando Portella, sendo que o primeiro não votou na aprovação do Laudo de Avaliação. Porém, na mesma data e anteriormente à reunião, foi realizada Reunião Conjunta, Reunião Prévia Restrita de Acionistas e Reunião Prévia Geral de Acionistas¹³³, em que as matérias deliberadas pelo conselho de administração foram previamente aprovadas, no caso, o aumento de capital da Oi, incluindo a nomeação do avaliador e o Laudo de Avaliação dos Ativos PT,

¹³² Doc. 0145942.

¹³³ Docs. 0208846 (fls. 608-622; 293-307; e 274-289).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

além da reorganização societária da TelPart.

263. Fernando Portella, representando a Jereissati Telecom ou a LF Tel; e Otávio Azevedo, representando a Andrade Gutierrez ou a AG Telecom, participaram das três Reuniões Prévias. Shakhaf Wine, representando a Bratel Brasil, participou da Reunião Conjunta e da Reunião Prévia Geral de Acionistas.

264. Nessas oportunidades e na subsequente reunião do conselho de administração, a Companhia, os acionistas signatários dos Acordos de Acionistas e os administradores poderiam ter sido alertados sobre a necessidade de investigar mais profundamente as circunstâncias das aplicações financeiras detidas pela Portugal Telecom, que, pelo elevado montante, poderiam trazer impacto à Operação Societária, o que acabou ocorrendo.

265. Concluindo, por sua omissão em alertar a Oi e seus administradores sobre os potenciais riscos trazidos pela elevada exposição financeira da Portugal Telecom ao GES/ESI, previamente à integralização de seus ativos no aumento de capital da Oi, Fernando Portella e Shakhaf Wine faltaram com seu dever de diligência para com a Companhia, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

266. Do mesmo modo, Otávio Azevedo, faltou com seu dever de diligência para com a Telpart, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

Luís Melo

267. Luís Melo foi CFO da Portugal Telecom entre 2008¹³⁴ e 2014. A Acusação comprovou que o acusado conhecia e que participou da realização do Investimento Rio Forte pela Portugal Telecom, em fevereiro de 2014, bem como de sua renovação, em abril do mesmo ano. Entre os administradores acusados neste Processo, é o único nessa condição¹³⁵.

268. Na qualidade de conselheiro de administração da Oi, por ter se omitido no exercício da verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das informações fornecidas pela Portugal Telecom, e por ter deixado de alertar a Oi e seus administradores sobre os riscos das aplicações em títulos do GES, a Acusação lhe imputa a infração ao art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976.

¹³⁴ Doc. 0146699 (fl. 15).

¹³⁵ Sua defesa aduz que Zeinal Bava também teria tido conhecimento do investimento Rio Forte, conforme ata do conselho de administração da PT Portugal, datada de 30.04.2014, supostamente aprovando a transferência do investimento para a Portugal Telecom, mas o documento não tem assinaturas e nem especifica o Investimento Rio Forte. A defesa também anexa um acordo datado de 05.05.2014, data da homologação do aumento de capital da Oi, registra a transferência pela Portugal Telecom à PT Portugal de um título no valor de € 200 milhões, integrante do Investimento Rio Forte, mas não tem a assinatura de Zeinal Bava (Doc. 0857434).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

269. De fato, embora os autos não tragam prova material de que Luís Melo tenha sido o responsável ou tenha participado das ordens para a execução e rolagem do Investimento Rio Forte, há fortes evidências quanto a isso. Como CFO, ele possuía autonomia para gerir os excedentes de tesouraria da companhia, e não se controverte sobre a sua ciência a respeito da realização e renovação do Investimento Rio Forte. O assunto integrava matéria de competência da diretoria financeira, ocupada por ele.

270. Com efeito, Luís Melo participou de uma reunião com o CEO do BES em 28.01.2014, quando lhe teriam sido apresentados os negócios da empresa. O Investimento Rio Forte foi realizado entre 10 e 21.02.2014. Em 26.03.2014, em nova reunião com representantes do BES, foi negociada a rolagem dos títulos, efetivada entre 15 e 17.04.2014.

271. Sua defesa alega que, conforme lhe foi apresentado em 28.01.2014, a mudança das aplicações da ESI melhoraria o perfil de risco do investimento, pois a Rio Forte se encontraria mais próxima dos ativos do GES, por ter recentemente se tornado a nova holding final do grupo. A decisão sobre o investimento teria sido tomada pelo CEO da Portugal Telecom, H.G., e teriam sido feitas avaliações internas necessárias antes de sua efetivação¹³⁶.

272. Quanto à renovação dos títulos, aduz que em abril de 2014 a Rio Forte divulgou um comunicado que teria reforçado a confiança na renovação das aplicações, ao informar que o ano de 2013 registrou os melhores resultados recorrentes de sua história e que a reestruturação financeira realizada no fim daquele ano, quando ela passou a ser a holding final do GES, teria um efeito positivo no balanço¹³⁷. Também teria aumentado a confiança no GES o anúncio, feito em 02.04.2014, de que o BES realizaria aumento de capital no montante de € 1 bilhão.

273. Essas considerações, porém, não se coadunam com os fatos já comentados, de que em novembro de 2013 já havia notícias sobre as dificuldades financeiras da ESI, que levaram, inclusive à imposição do *ring-fencing*, pelo Banco de Portugal, para limitar a exposição do BES à ESI. Como aponta a defesa de Zeinal Bava, essa teria sido, inclusive, a razão de o GES buscar junto à Portugal Telecom a transferência das aplicações para a Rio Forte.

274. Ademais, mesmo se todas as suas alegações fossem procedentes – no sentido de que a realização do Investimento Rio Forte pudesse realmente ter sido uma decisão informada, refletida e, em vista das informações então disponíveis, alinhada aos interesses da Portugal

¹³⁶ Docs. 0857369 e 0857374.

¹³⁷ Doc. 0857414.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Telecom –, ainda assim Luís Melo teria faltado com seus deveres fiduciários junto à Oi. Como conselheiro de administração, deveria ter informado à Companhia e aos demais administradores as alterações havidas nos Ativos PT após a elaboração do Laudo de Avaliação.

275. Observe-se que a *bring down due dilligence call* foi realizada em 28.04.2014¹³⁸, quando o Investimento Rio Forte já havia sido, inclusive, renovado. Apesar disso, não foi feita qualquer menção ao referido investimento. Não procede a alegação da defesa de que a mera renovação de títulos junto ao GES não poderia ser considerada uma alteração material ou relevante a ser reportada naquela ocasião. Tratava-se de um valor de € 897 milhões, devidos por uma instituição distinta daquela que era a devedora quando da avaliação dos Ativos PT.

276. Luís Melo também alega que o inadimplemento dos títulos da Rio Forte não teria se dado por riscos inerentes ao mercado financeiro, mas em virtude de uma das maiores fraudes da história de Portugal, a derrocada da ESI, da Rio Forte e do BES. A própria CMVM teria atestado que o GES omitiu de seus investidores – dentre eles a Portugal Telecom e seus administradores – os riscos inerentes aos investimentos em ativos financeiros das empresas do grupo. A CMVM também teria atestado que as operações financeiras que afetaram a liquidez da Rio Forte aconteceram concomitantemente ou após a colocação dos títulos no mercado¹³⁹.

277. Essa alegação não procede. Como concluíram a PwC e a investigação interna da Portugal Telecom, em vista dos compromissos assumidos na Operação Societária, seria imprescindível que o investimento de € 897 milhões fosse submetido a uma adequada análise de risco e tivesse passado pela aprovação do comitê de auditoria e do conselho de administração. Nessas circunstâncias, realizar o investimento sem os necessários cuidados foi, a meu ver, um ato que expôs a Companhia aos riscos dele advindos, que acabaram se concretizando.

278. Conforme se comprova do relato que fez a Zeinal Bava em 27.06.2014, Luís Melo tinha plena consciência desses riscos. A respeito da renovação do Investimento Rio Forte, o acusado afirmou que *“tínhamos comunicado ao BES/GES que iríamos necessitar de enviar a totalidade dos fundos para a subscrição das debentures das holdings intermédias da Oi. Este mesmo entendimento havia sido repetidamente comunicado à área financeira do BES e estava tudo acordado para que o reembolso das nossas aplicações se realizasse no dia 15 de Abril. Assim,*

¹³⁸ Doc. 0757282 (fls. 98-100).

¹³⁹ Doc. 0857438.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

*esta situação era uma alteração substancial de planos e seria impossível a PT encontrar solução neste período limitado de tempo sem o apoio da Oi*¹⁴⁰.

279. Deve ser acrescentado que, assim como Zeinal Bava, pelos muitos anos em que atuou como CFO da Portugal Telecom, Luís Melo tinha conhecimento detalhado da forma como se dava, na referida sociedade, a gestão dos excedentes de tesouraria. Essa gestão, como dito anteriormente, prescindia de aprovação do comitê de auditoria e do conselho de administração, sendo concentrada em títulos da ESI. Esses fatos não foram informados à Oi e a seus administradores pelo acusado, um dos responsáveis pela gestão daquelas disponibilidades, o que foi agravado em vista de as demonstrações financeiras de 31.12.2013 da companhia portuguesa ocultarem a exposição ao GES/ESI, considerando os erros nas Notas 24 e 45.1.3.

280. Por todas essas razões, concluo que Luís Melo, na condição de conselheiro de administração da Oi, faltou com seu dever de lealdade para com a Companhia, em infração ao art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976. Sua conduta foi especialmente grave, pois teve destacada participação na realização, pela Portugal Telecom, do Investimento Rio Forte, cujo inadimplemento afetou de forma relevante a implementação do aumento de capital da Companhia e da Operação Societária.

Portugal Telecom

281. A Acusação concluiu que a Portugal Telecom ocultou intencionalmente a realização do Investimento Rio Forte da Oi e de seus acionistas, não tendo informado a sua existência na aprovação da subscrição dos Ativos PT e na sua incorporação à Companhia. Também silenciou sobre essas aplicações na *bring down due dilligence call* realizada em 28.04.2014. A omissão em informar a existência de riscos sobre ativos que seriam incorporados pela Oi teria caracterizado, para a Acusação, falta do dever de lealdade da Portugal Telecom, enquanto acionista controladora da Oi, em violação ao art. 116, parágrafo único, da Lei n. 6.404/1976.

282. A defesa alega não ser possível associar a suposta conduta da Portugal Telecom a abuso de poder de controle, pois ela não poderia exercer o controle de forma isolada dos outros integrantes do bloco. Entendo, porém, que o fato de a sociedade integrar o bloco de controle da Oi – e, portanto, estar sujeita aos deveres e responsabilidades atribuídos aos acionistas controladores –, não impede que ela seja responsabilizada por atos e condutas atribuíveis somente a ela e contrários a esses deveres, notadamente ao dever de lealdade aos acionistas da

¹⁴⁰ Doc. 0146706.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

Companhia, que deve ser obedecido pelos integrantes do bloco individual ou conjuntamente.

283. Também aduz a defesa que a omissão em informar os acionistas dos riscos envolvidos no Investimento Rio Forte não seria um ato praticado na condição de controlador. O exercício abusivo do poder de controle é modalidade de abuso de direito e este não resulta de violação direta a comando legal, como o ilícito comum. O abuso do poder de controle configura-se quando se age no exercício de um direito, mas sem observar seus limites éticos e visando interesse ilegítimo¹⁴¹.

284. Esta controvérsia já foi abordada pelo Colegiado, quando do julgamento do PAS CVM nº 19957.003190/2019-64, em 26.05.2020. Na ocasião, o Diretor Gustavo Gonzalez se manifestou no sentido de que *“a lealdade a que se refere o parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A. serve, sobretudo, para conformar o exercício do poder de controle”* e que, no caso concreto, *“a conduta supostamente censurável do acionista controlador não est[ava] associada ao exercício do poder de controle, mas ao seu atuar no contexto da renegociação de contratos”*. No entanto, prevaleceu o voto de qualidade do Relator Presidente Marcelo Barbosa, no sentido de que *“a violação do dever de lealdade não decorre, necessariamente, de atos praticados (...) no ‘exercício do poder de controle’. Exigir que tal violação se consubstancie no exercício do voto ou na influência sobre os órgãos sociais restringirá o escopo de tal dever, deixando fora de seu alcance atos do controlador que possam afetar negativamente o destino da empresa e, com isso, os direitos e interesses dos acionistas protegidos pelo art. 116, parágrafo único”*¹⁴².

285. Esse entendimento, a meu ver, amolda-se à conduta objeto do presente Processo. Inclusive a citada manifestação vencida assumiu que o dever de lealdade *“imp[õe] certos limites à liberdade de atuação do acionista controlador mesmo quando esse não está atuando na qualidade de controlador”*. No presente caso, esses limites se concretizariam, nos termos do voto do Relator naquele precedente, no *“dever de abstenção de condutas que possam lesar*

¹⁴¹ Traz, nessa direção, manifestação de voto do Diretor Pablo Renteria no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/2426, j. 04.12.2018, instaurado para apurar a responsabilidade de acionista controlador por aprovar destinação de recursos a reserva irregular, em infração ao art. 116, parágrafo único, em que ele argumentou que *“parece-me discutível a qualificação dessa conduta como modalidade de abuso de poder de controle, dadas as importantes diferenças técnicas que separam a figura do abuso de direito do ato contra legem, isto é, do ato praticado contrariamente às prescrições legais. Por isso, entendo que, em casos como o presente, seguiria melhor técnica a responsabilização do controlador por infração ao artigo 196 da Lei nº 6.404/76.”*

¹⁴² O Presidente Relator acrescentou que uma interpretação mais restritiva *“levaria, assim, ao entendimento de que a lei, a despeito de estabelecer que o acionista controlador ‘tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas (...), cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender’, não confere proteção a tais direitos e interesses contra atos do controlador que não estejam compreendidos pelas funções tipicamente percebidas como exercício do controle”*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

os interesses e expectativas tuteláveis dos demais sócios ou da sociedade da qual são membros”.

286. Com efeito, em 02.10.2013 a Portugal Telecom firmou com outros acionistas e com a própria Oi o MOU que tinha por objeto a realização de uma complexa Operação Societária que previa, entre suas etapas, um aumento de capital da Companhia. Nesse aumento de capital, mais de 40% do montante que seria integralizado na Oi seria originado de bens da própria Portugal Telecom.

287. Tendo os Ativos PT sido avaliados na data-base de 31.12.2013, haveria, certamente, a expectativa da Companhia e de seus acionistas, assim como dos destinatários da Oferta Pública Global, de que qualquer mudança na base de avaliação daqueles bens fosse tornada pública. Dessa forma, entendo ter sido desleal o comportamento da Portugal Telecom quando procedeu à alteração material de um dos ativos – no caso, pela mudança da instituição emissora de títulos equivalentes a 58% do valor de avaliação dos Ativos PT, o que demandaria, no mínimo, uma nova avaliação de risco – sem que tal alteração fosse comunicada à Companhia e aos outros acionistas, previamente à aprovação e homologação do aumento de capital.

288. Assinalo que, antes de sua aprovação pelo conselho de administração da Oi, o Laudo de Avaliação dos Ativos PT foi deliberado em Reunião Conjunta, Reunião Prévia Restrita de Acionistas e Reunião Prévia Geral de Acionistas, com a participação da Portugal Telecom, por meio de sua subsidiária Bratel Brasil, na primeira e na terceira reunião. Apesar de não ter votado para sua aprovação, omitiu-se em esclarecer aos outros acionistas sobre a realização do Investimento Rio Forte.

289. Conforme esclarece a doutrina¹⁴³, as Reuniões Prévias são órgãos internos do bloco de controle, de modo que suas decisões, que vinculam a assembleia geral e o conselho de administração, podem ser consideradas como ato realizados no exercício do poder de controle. Omissões sobre informação relevante para a tomada de decisão em Reunião Prévia, da mesma forma, eventualmente podem configurar ato de deslealdade do acionista vinculado por acordo de controle, que não a revelou aos demais acionistas convenientes.

290. A defesa também argumenta que a omissão em informar os acionistas sobre os riscos envolvidos no Investimento Rio Forte teria se dado por falha no dever de diligência de seus

¹⁴³ “A reunião prévia constitui um órgão interno soberano e indispensável da comunhão de controle.” CARVALHOSA, Modesto. “Comentários à lei de sociedades anônimas”. 2º volume: artigos 75 a 137, 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 671.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

administradores. A omissão não poderia ser considerada abuso de poder de controle, pois representaria carta branca para acusações, capaz de condenar o controlador por qualquer ato.

291. Em memoriais protocolados posteriormente¹⁴⁴, a Portugal Telecom reitera que a Acusação reconhece que a Portugal Telecom, enquanto instituição, sequer teve conhecimento da existência do Investimento Rio Forte, que teria sido ocultado da sociedade e de todas as instituições atuando no aumento de capital e na Oferta Pública Global, por alguns de seus administradores.

292. Nesse sentido, os memoriais trazem decisão do Tribunal da Relação de Lisboa, de 12.02.2020, consignando que *“as aplicações de tesouraria efetuadas em empresas do Grupo Espírito Santo entre setembro de 2010 e abril de 2014 nunca foram objeto de discussão ou decisão em reuniões do Conselho de Administração ou da Comissão Executiva”* e, até 02.02.2014, eram identificadas internamente como *“bank deposits”* junto do BES.

293. Observe-se que essas conclusões foram as mesmas a que chegaram a PwC e a auditoria interna da própria Portugal Telecom, já suficientemente detalhadas neste voto e que foram, também, apontadas pela Acusação. Embora os memoriais aduzam não ter esta CVM competência para avaliar os riscos envolvidos na estrutura de governança da Portugal Telecom, o fato é que a presença desses riscos – no caso, a autonomia detida por alguns administradores para fazer a gestão de tesouraria, sem aprovação prévia do comitê de auditoria e do conselho de administração – foi atestada pela própria Portugal Telecom e pelos órgãos competentes de sua jurisdição e enviadas à Autarquia no âmbito de convênio de cooperação, estando, por isso, anexadas aos autos. Trata-se de elemento importante para fins da aplicação da legislação brasileira, não se confundindo com qualquer forma de exame de regularidade de estrutura interna de governança de uma companhia estrangeira.

294. E a conclusão a que cheguei, já consignada anteriormente neste voto, é que essa estrutura de governança, que permitiu que o Investimento Rio Forte fosse realizado, estava institucionalizada na Portugal Telecom muitos anos antes da realização do Investimento Rio Forte, sem qualquer contestação por parte de seus órgãos sociais, ao menos segundo os autos.

295. Não podem ser aceitas, assim, as alegações de que a própria sociedade não teria qualquer responsabilidade quanto às falhas havidas na prestação de informações sobre os títulos, quando da Oferta Pública Global.

¹⁴⁴ Doc. 1788552.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

296. O fato de que ela tenha sido eventualmente prejudicada com os problemas envolvendo o Investimento Rio Forte, como alega a defesa, ou que o GES também tenha deliberadamente omitido de seus investidores os riscos inerentes aos investimentos em seus ativos financeiros, não afasta a conclusão de que a Portugal Telecom violou o seu dever de lealdade para com a Oi e seus acionistas, em infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976.

297. Por fim, a Portugal Telecom também aduz, a favor da boa-fé de sua conduta, a pronta realização da Renegociação Investimento Rio Forte, o que teria, também, evitado que a Companhia incorresse em prejuízo, elemento essencial para a caracterização do abuso de poder de controle.

298. Contudo, em que pese a devolução dos títulos pela Oi, o inadimplemento do Investimento Rio Forte, como já exposto, levou a que fosse necessária a captação de € 700 milhões adicionais para fazer frente ao empréstimo conversível que seria pago com as disponibilidades desviadas antes do aumento de capital. Entendo, porém, que a efetivação da Renegociação Investimento Rio Forte deve ser considerada para efeito de dosimetria da pena.

IV. Conclusão e dosimetria

299. Por todo o exposto, concluo da seguinte forma este voto, de acordo com cada uma das imputações formuladas pela Acusação:

- (i) Abuso de poder de controle (estrutura de controle): foram acusados de abuso de poder de controle os Acionistas Controladores **(a)** Andrade Gutierrez; **(b)** Jereissati Telecom, atual Vertere; **(c)** Portugal Telecom, atual Pharol; **(d)** BNDESPAR; **(e)** PREVI; **(f)** FUNCEF; **(g)** PETROS; e **(h)** FASS, que teriam infringido o art. 117 da Lei nº 6.404/1976, por exercerem ou participarem de estrutura de controle que vincularia o voto dos Conselheiros de Administração, prejudicando os interesses da Companhia em benefício do bloco de controle. Voto pela absolvição de todos os acusados com relação a esta imputação;
- (ii) Abuso de poder de controle (bônus): Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom também foram acusados de abuso do poder de controle, em violação ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976, por intervirem na remuneração de administradores, ao concederem bônus à custa do caixa da Oi, em desacordo com a previsão estatutária e violando a remuneração global estabelecida pela assembleia geral. Voto pela condenação dos acusados Andrade Gutierrez e Jereissati Telecom com relação a esta imputação;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

- (iii) Desvio de poder: foram acusados de desvio de poder os Conselheiros Administração **(a)** Luís Melo; **(b)** Shakhaf Wine; **(c)** José Mauro da Cunha; **(d)** Fernando Santos; **(e)** Alexandre Jereissati; **(f)** Armando Guerra; **(g)** Rafael Cordeiro; **(h)** Sergio Quintella; **(i)** Renato Faria; **(j)** Pedro Jereissati; **(k)** Carlos Jereissati; **(l)** Cristiano Pereira; **(m)** Carlos Costa; **(n)** Marcelo Souza; **(o)** Bruno Siqueira; **(p)** Marcos Araújo; **(q)** Carlos Borges; e **(r)** José Valdir Reis, que teriam infringido o art. 154 da Lei nº 6.404/1976, ao se sujeitarem à estrutura de controle imposta pelos Acordos de Acionistas e votarem em reuniões do conselho de administração da Companhia conforme orientação dos Acionistas Controladores e contrariamente aos interesses da Companhia. Voto pela absolvição de todos os acusados com relação a esta imputação;
- (iv) Dever de lealdade do acionista controlador: Portugal Telecom foi acusada de violação a seu dever de lealdade para com a Companhia e seus acionistas, nos termos do art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976, por não ter apresentado informações financeiras completas e confiáveis no contexto da Operação Societária. Voto pela condenação da acusada com relação a esta imputação;
- (v) Dever de diligência: foram acusados de descumprimento do dever de diligência, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, **(a)** Bayard Gontijo, na qualidade de diretor financeiro da Companhia; **(b)** Fernando Portella; **(c)** Shakhaf Wine, na qualidade de membros do conselho de administração da Oi; e **(d)** Otavio Azevedo, na qualidade de membro do conselho de administração da TelPart, por terem negligenciado na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das informações fornecidas pela Portugal Telecom. Voto pela condenação dos acusados com relação a esta imputação; e
- (vi) Dever de lealdade: foram acusados de descumprimento do dever de lealdade, em infração ao art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976, **(a)** Zeinal Bava, na qualidade de diretor presidente da Companhia; e **(b)** Luís Melo, na qualidade de membro do conselho de administração da Companhia, por, deliberadamente, omitirem-se na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e de alertar a Companhia sobre os riscos envolvidos nas aplicações em títulos do GES. Voto pela condenação dos acusados com relação a esta imputação.

300. Para fins de dosimetria, observo que os fatos objeto da Acusação são anteriores à entrada em vigor das alterações à Lei nº 6.385/1976 trazidas pela Lei nº 13.506/2017, de modo que considero, para fins de aplicação de penalidades neste Processo, a redação anterior da Lei nº



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

6.385/1976.

301. Considerando as circunstâncias do caso concreto, entendo ser a penalidade de multa pecuniária, prevista no inciso II do art. 11¹⁴⁵ c/c o inciso I do §1º do mesmo art. 11¹⁴⁶ da Lei nº 6.385/1976, a mais adequada, em atenção aos limites previstos na redação da lei, em observância aos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade.

302. Levo em consideração, também, que os Acusados não têm condenações anteriores pelo Colegiado em processos administrativos sancionadores, com exceção de Zeinal Bava¹⁴⁷.

303. Tendo em vista essas considerações, com fundamento no art. 11, inciso II¹⁴⁸, c/c inciso I do §1º¹⁴⁹ do mesmo art. 11 da Lei nº 6.385/1976, com a redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, proponho a aplicação das seguintes penalidades:

- (i) Zeinal Abedin Mahomed Bava, na qualidade de diretor presidente da Oi S.A. à época dos fatos, por infração ao art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976, por se omitir **(a)** na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das aplicações financeiras mantidas pela Portugal Telecom vertidas na Companhia, no aumento de capital realizado em 2014; e **(b)** em alertar a Companhia sobre os riscos envolvidos nas aplicações, penalidade de multa pecuniária no montante fixo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);
- (ii) Luís Miguel da Fonseca Pacheco de Melo, na qualidade de conselheiro de administração da Oi S.A. à época dos fatos, por infração ao art. 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976, por se omitir **(a)** na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das aplicações financeiras mantidas pela Portugal Telecom vertidas na Companhia, no aumento de

¹⁴⁵ “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (...) II – multa; (...)”

¹⁴⁶ “Art. 11 (...) § 1º A multa não excederá o maior destes valores: I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);”

¹⁴⁷ Zeinal Bava foi condenado a uma penalidade pecuniária de R\$200.000,00, no PAS CVM nº RJ2016/2965, j. 25.04.2017, Diretor Relator Henrique Machado, por infração ao disposto no inciso IV do artigo 48 da Instrução CVM nº 400/03, então vigente, por ter se manifestado na mídia sobre a Oferta Pública Global da Companhia, durante o período vedado pelo referido dispositivo regulamentar. Ressalte-se que suas declarações foram feitas no dia 26.03.2014, um dia antes da AGE que iria deliberar sobre matérias relevantes a respeito da operação, tendo o Diretor Relator apontado que “o então presidente não somente falou sobre a ofertante, no caso a Oi, como o seu discurso carregava um tom demasiadamente otimista acerca do seu futuro, fazendo alusão única e exclusivamente aos benefícios que seriam auferidos pela Companhia caso a Operação fosse concretizada”.

¹⁴⁸ “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (...) II – multa;”

¹⁴⁹ “Art. 11 (...) § 1º A multa não excederá o maior destes valores: I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); (...) III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito;”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

- capital realizado em 2014; e **(b)** em alertar a Companhia sobre os riscos envolvidos nessas aplicações e sobre a realização do Investimento Rio Forte, penalidade de multa pecuniária no montante fixo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais)
- (iii) Bayard de Paoli Gontijo, na qualidade de diretor financeiro da Oi S.A. à época dos fatos, por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, por se omitir **(a)** na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das aplicações financeiras mantidas pela Portugal Telecom vertidas na Companhia, no aumento de capital realizado em 2014; e **(b)** em alertar a Companhia sobre os riscos envolvidos nas aplicações, penalidade de multa pecuniária no montante fixo de R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais);
- (iv) Fernando Magalhães Portella, na qualidade de conselheiro de administração Oi S.A. à época dos fatos, por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, por se omitir **(a)** na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das aplicações financeiras mantidas pela Portugal Telecom vertidas na Companhia, no aumento de capital realizado em 2014; e **(b)** em alertar a Companhia sobre os riscos envolvidos nas aplicações, penalidade de multa pecuniária no montante fixo de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais);
- (v) Shakhaf Wine, na qualidade de conselheiro de administração Oi S.A. à época dos fatos, por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, por se omitir **(a)** na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das aplicações financeiras mantidas pela Portugal Telecom vertidas na Companhia, no aumento de capital realizado em 2014; e **(b)** em alertar a Companhia sobre os riscos envolvidos nas aplicações, penalidade de multa pecuniária no montante fixo de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais);
- (vi) Otávio Marques de Azevedo, na qualidade de conselheiro de administração da TelPart à época dos fatos, por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, por se omitir **(a)** na verificação e acompanhamento dos Ativos PT e das aplicações financeiras mantidas pela Portugal Telecom vertidas na Companhia, no aumento de capital realizado em 2014; e **(b)** em alertar a TelPart e a Companhia sobre os riscos envolvidos nas aplicações, penalidade de multa pecuniária no montante fixo de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais);
- (vii) Pharol S.A. (sucessora de Portugal Telecom SGPS S.A.), acionista controladora da Oi S.A. à época dos fatos, por infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976, por falhar em prestar informações financeiras completas e confiáveis na operação de aumento de capital da Oi realizada em 2014, penalidade de multa pecuniária no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
www.gov.br/cvm

montante fixo de R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais);

- (viii) Andrade Gutierrez S.A., acionista controladora da Oi S.A. à época dos fatos, por infração ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976, por determinar o pagamento de gratificação financeira a administradores da Companhia, sem a aprovação da assembleia geral ou do conselho de administração, penalidade de multa pecuniária no montante fixo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); e
- (ix) Vertere Participações S.A. (sucessora de Jereissati Telecom S.A.), acionista controladora da Oi S.A. à época dos fatos, por infração ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976, por determinar o pagamento de gratificação financeira a administradores da Companhia, sem a aprovação da assembleia geral ou do conselho de administração, penalidade de multa pecuniária no montante fixo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).

304. Com relação às demais imputações formuladas em face dos acusados, conforme conclusão do parágrafo 299 acima, proponho a absolvição de Andrade Gutierrez S.A., Vertere Participações S.A. (sucessora de Jereissati Telecom S.A.), Pharol S.A. (sucessora de Portugal Telecom SGPS S.A.), BNDES Participações S.A. – BNDESPAR, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF), Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS), Fundação Atlântico de Seguridade Social; Luís Miguel da Fonseca Pacheco de Melo, Fernando Magalhães Portella, Shakhaf Wine, José Mauro Mettrau Carneiro da Cunha, Fernando Marques dos Santos, Alexandre Jereissati Legey, Armando Galhardo Nunes Guerra Junior, Rafael Cardoso Cordeiro, Sérgio Franklin Quintella, Renato Torres de Faria, Pedro Jereissati, Carlos Jereissati, Cristiano Yazbek Pereira, Carlos Fernando Costa, Marcelo Almeida de Souza, Bruno Gonçalves Siqueira, Marcos Rocha de Araújo, Carlos Augusto Borges, José Valdir Ribeiro dos Reis.

É como voto.

Rio de Janeiro, 30 de maio de 2023.

Alexandre Costa Rangel

Diretor Relator