

PROCESSOS: CVM Nº RJ 2003/5551 (RC Nº 4197/2003)

CVM Nº SP2003/0294 (RC Nº 4197/2003)

INTERESSADOS: Marcos Duarte Santos e

Hedging-Griffo Corretora de Valores S/A (respectivamente)

ASSUNTO: Recurso contra indeferimento de pedido de vista do processo

RELATORA: Diretora Norma Jonssen Parente

#### VOTO

**Ementa: Os processos administrativos, salvo em fase de inquérito, devem obedecer ao princípio da publicidade, nos termos dos artigos 37, caput, e 5º, inciso LX, da CRFB.**

#### RELATÓRIO

1. Trata-se de recursos contra decisão da SEP, que indeferiu pedido de vista dos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ 2003/5551, interposto pelos Srs. Marcos Duarte Santos e Cláudio Andrade, ambos acionistas minoritários de Telemar Norte Leste S/A ("TMAR") e gestores de recursos e, ainda, pela Corretora Hedging-Griffo S/A, gestora de fundos de investimento, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº SP 2003/0294 que, por razões de economia processual, serão apreciados conjuntamente.
2. Saliente-se, desde já, que o processo, do qual ora são requeridas vista e cópia, consiste no processo administrativo comum, independente do Inquérito Administrativo aberto em momento posterior para o exame de eventuais infrações por parte dos administradores das companhias envolvidas. Assim, o que é analisado neste recurso, é o pedido de vista e cópia dos autos do processo administrativo, que não trata de investigações realizadas pela CVM em sede de Inquérito Administrativo.

#### Das reclamações apresentadas pelos Srs. Cláudio Andrade e Marcos Duarte

##### - Proc. CVM nº RJ 2003/5551-

3. O processo administrativo, objeto do pedido dos Autores, originou-se a partir de reclamação dos referidos acionistas minoritários da TMAR, inicialmente dirigida ao Sr. Carlos Lessa Presidente do BNDES à época, com cópias aos Srs. Miro Teixeira, Ministro das comunicações; Antônio Palocci Filho, Ministro da Fazenda, e Luiz Leonardo Cantidiano, Presidente desta Comissão à época. Na correspondência, datada de 27.05.2003, denunciavam a iminência de uma operação de reestruturação na companhia, envolvendo a aquisição da empresa de telefonia móvel "Oi", uma subsidiária da Holding Telemar S.A., em condições que, consoante crescentes "rumores no mercado acionário", configuraria flagrante abuso de poder de controle por parte dos majoritários (fls. 3 a 33).
4. Em 28.05.2003, foi publicado fato relevante pelas Companhias Tele Norte Leste Participações S.A. ("TNL") e Telemar Norte Leste S.A. ("TMAR"), em que se divulgou a aprovação pelos Conselhos de Administração das companhias, naquela data, da alienação pela TNL, da totalidade (99,9%) das ações detidas do capital social da TNL PCS S.A. (Oi) e ainda (fls. 35 e 36):
  - a. Que a "Operação" fora objeto (i) de laudo de avaliação do patrimônio líquido da Oi, avaliado a preço de mercado, na data base de 31.03.2003, preparado pela Ernst & Young, consoante o art. 256, II, "b", da LSA; (ii) de estudos sobre os impactos fiscais e ganhos de sinergias decorrentes; e (iii) de pareceres legais relativos aos aspectos jurídicos da transação;
  - b. Que o capital social da Oi, antes da concretização da Operação, estava sendo aumentado em R\$ 563 milhões mediante a conversão de parte do crédito detido pela TNL contra a Oi;
  - c. Após a referida capitalização, o preço da operação foi fixado em R\$ 1,00, valor igual ao do patrimônio líquido da Oi, avaliado a preço de mercado, na data base de 31.03.2003, ajustado para refletir a capitalização acima descrita e o resultado da Oi apurado no balancete contábil que, levantado em 30.04.2003, apresentava dívidas de R\$ 4.761 milhões;
  - d. A Operação foi assessorada pelo banco de investimentos J.P. Morgan, que realizou a avaliação econômica da Oi, com base no método de fluxo de caixa descontado, tendo sido o preço da transação, acima descrito, coerente com a avaliação;
  - e. Os acionistas da TNL e TMAR poderão obter maiores detalhes da Operação, mediante prévio agendamento de reunião com a gerência de relações com investidores.
5. Em 04.06.2003, então, o Sr. Marcos Duarte protocolou expediente dirigido ao PTE, pelo qual solicitou a instauração de processo administrativo para apuração de responsabilidade no tocante à "Operação" (fls.38 a 44). Em anexo, encaminhou a "Apresentação da Operação" preparada pela companhia, relatórios preparados pelos analistas de investimentos dos bancos Itaú, em 26.05.2003, e JP Morgan, em 29.05.2003, comentários sobre a "Operação" pelo analista de investimentos do Banco Pactual e pelo Banco UBS Warburg e matéria publicada, em 03.06.2003, no Valor Econômico sobre investigação conduzida pela SEC na Ernst & Young. Da correspondência, destacam-se os seguintes pontos:
  - a. Quanto à situação das empresas envolvidas, antes da Operação:
    - i. Tele Norte Leste S.A. (TNL)

Detentora de 100% das ações da Oi e de 79,6% das ações da TMAR. Seu grupo de controle, que detém aproximadamente 17% da empresa, é formado pelo consórcio Andrade Gutierrez, GP Participações, La Fonte, Opportunity, BNDES e fundos do Banco do Brasil, sendo o restante pertencente a acionistas minoritários.
    - ii. TNL PCS S.A.

Operadora de telefonia móvel, controlada pela TNL. Suas ações não estão listadas.
    - iii. Telemar Norte Leste S.A. (TMAR)

Operadora de telefonia fixa, resultado da fusão de 16 operadoras regionais. É o principal ativo no balanço da TNL, que detém 79,6% de suas ações, sendo o restante, pertencente a acionistas minoritários.

- b. A aprovação da "Operação", na qual a Oi foi alienada à TMAR pelo valor de sua dívida, ocorreu em 28.05.2003. Ao final do primeiro trimestre de 2003, o patrimônio líquido da Oi correspondia a R\$ 938 milhões negativos (patrimônio a descoberto). Antes de efetuar a venda, a TNL capitalizou a Oi em R\$ 562 milhões, reduzindo o passivo a descoberto e a dívida, então, em R\$ 5,323 bilhões, remanescendo o valor correspondente ao preço da transação - R\$ 4,761 bilhões;
- c. Há três métodos de avaliação de uma empresa que, se corretamente executados, devem levar a valores convergentes. O preço da transação foi definido a partir de laudo de avaliação da Ernst & Young, provavelmente pelo método de avaliação de ativos. A carta de avaliação do Banco J.P. Morgan que, aparentemente, somente serve para referendar o laudo, sem valor legal, deveria ter sido feita pelos métodos de fluxo de caixa descontado e de comparação com companhias semelhantes;
- d. Diante disso, o reclamante denunciou e solicitou o seguinte:
- o preço a que foi avaliada a licença de operação, já que, adquirida em fevereiro/2001 por R\$ 1,1 bilhões, atualmente vale muito pouco. Informou que a Anatel leiloou licenças em 2002, sem obrigações de investimento, com desconto em torno de 75% sobre o preço de 2001 (base SP) e a serem pagos em 10 anos. Assim, estima-se que o valor atual de mercado da licença da Oi seria de cerca de R\$ 150 milhões, a despeito do seu valor de aquisição de R\$ 1,1 bilhões;
  - o preço avaliado pelos ativos fixos de rede (v.g. estações de rádio base), já que estes têm caído em função da desaceleração da economia mundial, crise no setor de tecnologia, o que diminui o custo de reposição e a obsolescência dos equipamentos, perdendo rapidamente valor de mercado. Por isso, as principais "Teles" do mundo vêm fazendo "write offs" da sua base de ativos, assumindo que não gerarão a rentabilidade original, razão pela qual argúi se a Oi seria uma exceção e seus critérios de depreciação;
  - os critérios utilizados para a definição do intervalo obtido na avaliação do J.P. Morgan, principalmente, no que tange à taxa de crescimento esperada da base de assinantes; ao custo da dívida; ao custo de capital; à taxa ponderada de desconto dos fluxos futuros; à taxa de crescimento na perpetuidade; a premissas de margens operacionais e de receita média por assinante; premissas macro econômicas, como inflação futura, juros e câmbio; e outras transações utilizadas para comparação. Isto porque, na "Apresentação da Operação" fornecida pela empresa (fls. 68), o intervalo sugerido pelo J.P. Morgan ficou entre R\$ 4,054 e R\$ 5,200 bilhões. O reclamante aludiu, ainda, a certa nota adicional pela qual tais valores seriam baseados no câmbio de 31.03.2003 e, portanto, calculados em dólares americanos. Nesse caso, advertiu, dividindo-se os referidos valores pela Ptax do dia 31.03.2003 (taxa de câmbio média fornecida pelo Bacen), obtém-se um intervalo de US\$ 1,209 a US \$ 1,551 bilhões que, ainda que atualizados pela Ptax de 28.05.2003, chega-se a um intervalo de R\$ 3,644 a R\$ 4,674, ainda fora do valor final da "Operação", de R\$ 4,761.
- e. Também pelo método comparativo, revelaram-se discrepantes os preços da "Operação" e das demais transações semelhantes ocorridas recentemente, bem como o parâmetro das empresas negociadas em bolsas de valores, divergindo do preço resultante da avaliação de ativos pela Ernst & Young;
- f. Enviou, em anexo, relatórios elaborados por analistas de bancos e corretoras, acerca das suas estimativas de valor para a operação, tomando como principal base de cálculos, o método do fluxo de caixa descontado. Nenhum destes, consoante o reclamante, indicou valor próximo ao proposto pela Ernst & Young;
- g. Alegou possível ocorrência de conflito de interesses dos assessores da "Operação" (Banco J.P. Morgan e Ernst & Young), resultante do fato de que são escolhidos pelos controladores da TMAR e estes detêm seu interesse econômico na empresa através da TNL. O reflexo dessa conduta seria a discrepância entre os valores propostos pelas companhias e as avaliações executadas por analistas de mercado. Indicou, ainda, a existência de um relatório elaborado pelo J.P. Morgan, datado de 29.05.2003, atribuindo à Oi um valor de USD 300 milhões negativos;
- h. Suspeita de *insider trading*, uma vez que, durante o período anterior à "Operação", registrou-se atípico aumento das posições vendidas a descoberto em TMAR e acentuado movimento de preço, o que leva a crer que certos agentes de mercado souberam da "Operação" com meses de antecedência da sua efetivação;
- i. Diante dos fatos abordados, solicitou o parecer desta CVM sobre:
- ocorrência de abuso de poder do controlador, previsto nos artigos 116 e 117, da LSA;
  - infração ao artigo 256 da LSA, já que não houve Assembléia Geral para a aprovação da "Operação", tendo a companhia apresentado como justificativa, que o valor do patrimônio da empresa adquirida, que seria de R\$ 1,00, configura-se irrelevante em relação ao da compradora. Tal assertiva, consoante o reclamante, afigura-se falsa visto que a aquisição da Oi implicou no aumento de 90% do endividamento da TMAR, o que significa 44% do patrimônio líquido da TMAR. Por conseguinte, é necessário que o assunto tramite em Assembléia, já que a aquisição de empresa com patrimônio líquido negativo implica, necessariamente, em desembolsos futuros por parte da compradora;
  - eventual responsabilidade dos administradores da companhia por dano econômico causado aos acionistas minoritários; e
  - por fim, a negociação de ações por agentes econômicos com acesso a informação privilegiada nos dois meses anteriores à realização da "Operação".
6. Desta feita, a SEP, em OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 284/2003, datado de 16.06.2003, intimou as Companhias a prestarem esclarecimentos sobre o objeto da reclamação, devendo, inclusive, apresentar cópia de inteiro teor dos documentos que embasaram a Operação, tanto de natureza interna quanto externa à companhia (fls.88).

7. Devidamente intimadas, as Companhias requereram vista e cópia dos autos do Processo em epígrafe, pedido autorizado pela SEP, por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 299/03 (fl. 93) e realizado pelo Sr. Marcelo Araújo de Castro Pereira, advogado constituído pelas reclamadas, à data de 01.07.2003, ocasião em que protocolou na CVM a "Resposta" das Companhias às reclamações apresentadas, da qual destaco as seguintes considerações:

- a. Quanto à Operação e ao cálculo do preço:

A Operação foi realizada à luz do disposto no art. 256, II, "b", da LSA, uma vez que não constituiu investimento relevante para a TMAR, já que o preço de aquisição da Oi foi de R\$ 1,00. Além disso, esta última é companhia fechada que não auferiu lucro nos dois últimos exercícios sociais e, aliás, só recebeu autorização da Anatel para iniciar a prestação do SMP (serviço móvel pessoal) em 26.06.2002,

quando iniciou suas atividades. Daí não serem aplicáveis as normas do inciso I e das alíneas "a" e "c" do inciso II do citado dispositivo legal.

Assim, o patrimônio líquido da Oi, avaliado pela Ernst & Young na data-base de 31.03.2003, concluiu que (i) os ativos da Oi representavam R\$ 5.170.743.725,43 e (ii) os passivos, R\$ 5.608.305.313,06. Portanto, o patrimônio líquido da Oi naquela data, considerando ainda eventos e informações relevantes ocorridos até 06.05.2003, data de emissão do referido Laudo, era negativo em R\$ 437.561.587,63. Ajustado ao resultado apurado no balancete contábil levantado em 30.04.2003, o valor do patrimônio líquido da Oi passou a negativo em R\$ 562.342.355,62.

Antes da concretização da Operação, o capital social da Oi foi aumentado em R\$ 562.342.355,62, mediante a conversão de parte do crédito detido pela TNL contra a Oi, passando, então, o valor do patrimônio líquido da empresa a ser R\$ 1,00 – preço estipulado para a Operação de compra e venda das ações da Oi;

b. Quanto à aprovação da Operação:

Os Conselhos de Administração das companhias, em reuniões datadas de 28.05.2003, aprovaram a Operação, conforme propostas das respectivas Diretorias, nos termos dos incisos XXXIV, do art. 19 do Estatuto Social da TNL, e XXXIII, do art. 22 do Estatuto Social da TMAR, que determinam que compete aos Conselhos de Administração desempenhar quaisquer outras funções ou deliberar sobre quaisquer outros assuntos que não sejam da competência da Assembléia Geral ou que sejam por essa delegados, tal como definido nos estatutos e em lei. As Diretorias foram, ainda, autorizadas a tomar as devidas providências à implementação da Operação;

c. Quanto aos passivos da Oi:

Visando à obtenção de benefícios fiscais, a TMAR poderá assumir os passivos financeiros da Oi (R\$ 4,761 bilhões, na data-base de 30.04.2003, já considerada a capitalização), que apresentam vencimentos diversos, sendo a maior parte (90%) de longo prazo, com vencimentos que se alongam até 2012.

A assunção de alguns passivos, por força de contratos firmados pela Oi, dependerá da concordância de certos credores, no entanto a TMAR acredita que não haverá restrições nesse sentido;

d. Quanto à avaliação da Oi pelo método do fluxo de caixa descontado:

A avaliação da companhia, realizada pelo J.P. Morgan, estima um intervalo de valor entre R\$ 4,054 e R\$ 5,2 bilhões, utilizando-se de diversas premissas disponíveis no mercado e/ou estimativas utilizadas com base em dados históricos, de mercados e projeções. Ressaltou que a redução da carga tributária para TMAR não foi considerada na avaliação da Oi (nem pela Ernst & Young, nem pelo J.P. Morgan), posto que tais benefícios somente podem ser considerados se a Oi for controlada diretamente pela TMAR, situação de fato ocorrida após a concretização da Operação.

e. Quanto à apresentação de documentos e informações:

Após a divulgação do Fato Relevante, as companhias disponibilizaram em "data room" aos seus acionistas, para consulta mediante agendamento prévio e assinatura de termo de confidencialidade, vários documentos relativos à Operação, dentre eles, os reclamados.

A TMAR realizou, em 20.05.2003, duas "conference calls" com investidores brasileiros e estrangeiros, por mais de 3 horas e, em 30.05.2003, participou de reunião promovida pela ANIMEC, ficando à disposição dos presentes para o esclarecimento de dúvidas, cujas respostas encontram-se no site da empresa – [www.telemar.com.br](http://www.telemar.com.br).

Ambos os reclamantes agendaram e compareceram ao "data room" posteriormente ao envio da reclamação à CVM, no entanto, somente o Sr. Cláudio Andrade teve acesso aos documentos, já que o Sr. Marcos Duarte se recusou a assinar o termo de confidencialidade.

Nos termos do art. 105 da LSA, as companhias não são obrigadas a disponibilizar os referidos documentos, uma vez que são de interesse exclusivo destas e contêm informações confidenciais de cunho estratégico, mercadológico e operacional, motivo pelo qual não foram concedidas cópias e exigiu-se assinatura de termo de confidencialidade.

f. Da reação do Mercado:

Nos dois ou três primeiros dias após a divulgação da Operação, o preço das ações da TMAR obteve ligeira alta e o da TNL não se alterou. Acionistas eventualmente insatisfeitos com a Operação poderiam se desfazer de suas ações, apurando valor maior que o de véspera, o que não foi feito pelos reclamantes.

Conforme jornais e periódicos, na ocasião, analistas de investimento, em geral, avaliaram positivamente a Operação.

No final de 2002, quando da aquisição do controle acionário da Pegasus pela TMAR e na ocasião em que esta realizava reuniões para esclarecer aquele negócio ao público, o Sr. Marcos Duarte apresentou-se como representante da Credit Suisse First Boston, instituição que, em 29.05.2003, segundo as reclamadas, apresentou relatório no sentido de que o preço fixado da Operação de R\$ 4,8 bilhões estaria aquém do preço por esta estimado de R\$ 5,3 bilhões, razão pela qual esperam que as ações da TMAR tenham forte alta.

g. Das alegações sobre o "valor da Oi":

As alegações, relativas à deterioração dos valores da licença da Oi e seus ativos, são infundadas. O aumento do passivo da Oi está computado nas suas demonstrações contábeis, sendo parte dos R\$ 4,761 bilhões, considerado na avaliação da companhia, tanto pela Ernst & Young, quanto pelo J.P. Morgan.

Tal passivo é fruto de financiamentos para a instalação do parque de operações da Oi, que lhe permitiu alcançar em 11 meses de atividades 2 milhões de clientes, com projeções de até 3 milhões para o fim de 2003.

Só no 4º trimestre de 2002, a Oi obteve ganho de 900 mil assinantes. Seu *market share* cresceu de 8,9 (12/2002) para 10,6% (03/2003). O faturamento de serviços cresceu 89% mais que a taxa de aumento de sua base de clientes de 80% no mesmo período.

h. Quanto à comparação com outras transações:

No caso em tela, não cabe qualquer comparação com as transações mencionadas pelos reclamantes, a uma porque o 'valor de venda

por assinante', fixado pelos autores em R\$ 3.000,00, foi, por estes, estimado, em data anterior à divulgação da Operação, assim, os números da Operação ainda não eram conhecidos pelos reclamantes àquela época, a duas porque a Oi é uma empresa emergente, com elevadas taxas de crescimento. Assim, inexistente transação comparável à Operação, seja pela área de atuação da Oi, idêntica à da TMAR, seja pelo estágio de desenvolvimento (11 meses de atividade comercial) ou pelo perfil de crescimento (2 milhões de assinantes/11 meses de atividades).

Por outro lado, segundo dados obtidos pela TMAR, a média histórica de operações realizadas entre 2001 e 2003 na América Latina apresenta múltiplo médio de US\$ 1.200,00/cliente.

Para efeitos de simulação propuseram o seguinte: divisão do valor do passivo financeiro (R\$ 4,761 bilhões), pelo número de clientes em 05/2003 (aproximadamente 2 milhões), o que redundaria no número aproximado de US\$ 788,00/cliente, o que alegam as reclamadas estar compatível com a referida média.

- i. Quanto a eventual conflito de interesses dos assessores da Operação, que poderiam ter efetuado avaliação distorcida da Oi, as reclamadas alegam ser impertinente e carecedora de prova fática.
- j. Quanto à possibilidade de vazamento de informação relativa à Operação, as companhias informam que enviaram, em 05.06.2003, as informações solicitadas pela área técnica da CVM, em resposta ao OFÍCIO/CVM/GMA-2/Nº 209/03.
- k. Quanto a eventual abuso de poder de controle, as reclamadas alegam que, ao contrário, a atitude dos reclamantes, valendo-se da condição de acionistas, ao levantarem contra a TNL, a TMAR, seus administradores e controladores acusações sem provas concretas e fundamentadas da existência do dano ou demonstração de vantagem indevida, pode ser caracterizada como abuso da minoria, passível de condenação em perdas e danos, como o previsto no § 3º, do art. 115, da LSA. Argumentam, ainda, que o comportamento dos reclamantes, ao levarem suspeitas infundadas às autoridades destinatárias das mesmas, atenta contra os interesses da própria companhia, que se encontra em processo público de negociação com as autoridades competentes, visando à prorrogação do Contrato de Concessão do Serviço de Telefonia Fixa.
- l. Da confidencialidade da documentação:

As reclamadas, nos termos do § 2º, do art. 8º, da Lei nº 6.385/76, requerem expressamente, em defesa do seu interesse social, que a referida documentação seja tratada com absoluto sigilo, não se permitindo acesso público à mesma, inclusive aos reclamantes.
- m. Por fim, ressaltaram as reclamadas que a CVM deve cumprir sua obrigação legal de fiscalização das atividades do mercado de valores mobiliários, ciente, porém, de que não pode servir de "*longa manus*" de requerimentos infundados e desprovidos de embasamento teórico ou legal.

8. Em 15.07.2003, o recorrente solicitou vista e cópia integral dos autos do presente processo, cujo indeferimento pela SEP, com respaldo da PFE, consubstanciado na disposição dos art. 8º, § 2º e art. 9º, § 2º, da LSA, originou o recurso ora em apreço.

9. No expediente, o Sr. Marcos Santos apresentou as seguintes alegações (fls. 270/273):

- a) a Oi foi alienada à TMAR pelo valor de sua dívida que era de R\$4,761 bilhões, valor extremamente elevado pelos ativos da Oi;
- b) a referida operação foi amplamente divulgada na mídia em geral pelos conselhos de administração da TMAR e da TNL, razão pela qual não existe qualquer sigilo ou confidencialidade, uma vez que já produziu os efeitos no mercado;
- c) não obstante a transparência que deveria revestir operações de tal magnitude, até hoje permanece sob absoluto mistério a documentação que embasou o preço da Oi;
- d) não existe previsão legal garantindo sigilo sobre os critérios que formaram o preço de compra e venda, bem como sobre o valor dos ativos que o determinaram;
- e) a Lei nº 6.385/76 é clara ao admitir no parágrafo 2º do artigo 8º que só haverá sigilo por expressa disposição legal;
- f) por outro lado, a mesma lei no parágrafo 2º do artigo 9º não deixa dúvida de que só haverá sigilo quando necessário à elucidação dos fatos se o processo administrativo for precedido de etapa investigativa;
- g) o reclamante não tem conhecimento de que a CVM tenha instaurado inquérito ou realizado etapa investigativa prévia para apurar a operação de compra das ações da Oi pela TMAR e em razão disso não pode haver sigilo;
- h) a CVM está negando ao recorrente acesso ao processo e aos documentos relativos a uma operação pública na qual nada de sigilo existe ou deveria existir e acobertando possíveis imperfeições dos reais critérios de avaliação que determinaram o preço da operação;
- i) de acordo com a constituição federal, o sigilo só pode existir com relação a terceiros estranhos à operação e quando o interesse público o exigir;
  - a. ainda que se tratasse de hipótese de sigilo, é inconstitucional o por sigilo à própria parte;
  - b. o recorrente é acionista da TMAR e nessa condição tem direito a acesso a todos os documentos e a todas as informações relativas à operação de aquisição das ações da Oi pela TMAR;
  - c. negar acesso aos documentos e ao processo administrativo ofende o interesse público;
  - d. requer o provimento do recurso para assegurar-lhe o direito a vista e a obtenção de cópia integral dos autos.

10. A SEP, entretanto, concluiu pela manutenção da decisão anterior, aduzindo ao MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº149/03, datado de 28.08.2003, as seguintes justificativas (fls. 277/278):

- a) o pedido de vista foi indeferido ao recorrente, bem como aos advogados das companhias, com base nos parágrafos 2º dos artigos 8º e 9º da Lei nº 6.385/76;
- b) o recorrente está solicitando vistas de processo administrativo aberto com a finalidade de apurar possíveis irregularidades praticadas pelos

controladores na venda da Oi pela TNL para a TMAR;

c) o requerente já foi informado que os dispositivos acima citados permitem que o processo investigativo originado a pedido de acionista tramite sob sigilo;

d) será encaminhada pela SEP proposta de abertura de inquérito administrativo destinada a apurar possível ocorrência de abuso de poder de controle e conflito de interesses;

e) a companhia obteve liminar junto ao Poder Judiciário no Mandado de Segurança nº 2003.004.01033 deferida pelo Desembargador José Geraldo Antonio, garantindo sigilo aos laudos e avaliações que suportam a operação;

f) de acordo com a companhia, esses documentos foram disponibilizados em *data room* mediante agendamento e assinatura de termo de confidencialidade, em que os reclamantes compareceram.

11. Da manifestação da PFE a respeito do assunto, cabe destacar o seguinte (fls. 229/231):

a) o presente processo se originou de reclamação feita por investidores que se sentiram lesados em seus direitos;

b) o processo não visa aplicar penalidades, mas apenas investigar fatos que, dependendo do concluído, podem ou não originar um processo administrativo sancionador;

c) segundo o parágrafo 2º do artigo 9º da Lei nº 6.385/76, os processos administrativos de natureza sancionadora podem ser precedidos de etapa investigativa na qual será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigidos pelo interesse público;

d) o presente processo se enquadra perfeitamente dentro dessa etapa investigativa e pode ser resguardado por sigilo, não conferindo às partes ou aos seus advogados o direito de examinar ou ter vista;

e) a área técnica deverá observar o disposto no parágrafo 2º do artigo 9º da Lei nº 6.385/76 assegurando o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigidos pelo interesse público;

f) entretanto, se se entender que a elucidação dos fatos ou o interesse público não será prejudicado, a regra continua sendo o da publicidade dos atos.

12. Neste interim, à data de 22.07.2003, o Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro, representado pelos Promotores de Justiça, Srs. Rodrigo Terra e Júlio Machado Teixeira Costa, requisitou a esta CVM informações acerca da Operação – se fora objeto de procedimento prévio submetido ao crivo da CVM e, em caso afirmativo, fosse remetida àquele órgão a respectiva documentação (fls. 223 e 226).

13. Como resposta, a SEP informou que à luz da LSA a referida Operação não se submete previamente à Autarquia, portanto, não fora objeto de análise preliminar por este órgão. Informou, ainda, que, dos autos do Processo em apreço, não constam quaisquer peças da documentação requisitada (fls. 224 e 228).

14. Em 07.08.2003, as reclamadas protocolaram nesta Comissão novo pedido de vista e cópia integral dos autos do processo em epígrafe, desta vez indeferido pela SEP (fls. 244/246), originando o recurso que será apreciado no âmbito do PR CVM RJ nº 2003/11969 e, em 19.05.2004, protocolaram, ainda, nessa CVM, peça, na qual informam que os reclamantes formularam, também, em sede de Ação Cautelar, o pedido de exibição da documentação que balizou a Operação, originando o processo nº 2004.001.006031-1 (fls. 306/312). O processo, entretanto, foi extinto sem julgamento do mérito, uma vez que o Exmo. Dr. Juiz da 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital, Dr. César Augusto Rodrigues Costa, entendeu que os autores não tinham legitimidade *ad causam*, já que não comprovaram deter o mínimo de 5% do capital social da companhia, consoante o disposto no art. 105, da LSA. Na decisão terminativa, enfatizou o disposto no art. 17 do antigo Código Comercial e no art. 1.190, do Código Civil, para demonstrar o 'vigor' que o legislador comercialista teria dado à matéria.

#### **Das reclamações apresentadas pela Corretora Hedging-Griffo S/A**

##### **- Proc. CVM nº SP 2003/0294 -**

15. O objeto da reclamação protocolada pela Corretora, enquanto administradora de fundos de investimento, não é diverso daquele a que se refere a reclamação apresentada pelos Srs. Cláudio Andrade e Marcos Duarte, vale dizer, a imediata intervenção e manifestação desta Autarquia acerca da conduta adotada pela TMAR, em face das solicitações relativas ao fornecimento de cópias da documentação que respaldou a citada Operação.

16. Como fundamento do pedido, em correspondência à TMAR, datada de 17.06.2003, a Corretora alegou que, além de consubstanciar um direito à informação, a obtenção dos referidos documentos é indispensável para a avaliação e posteriores decisões sobre a estratégia de investimentos na companhia. Não foi outra, também, a resposta da companhia acerca da disponibilidade daquela documentação tão-somente para consulta na sede social da empresa.

17. Diante disso, a Corretora protocolou, nesta CVM, a reclamação que originou o processo administrativo nº SP 2003/0294, que tratando de causa conexa à do Processo Administrativo nº RJ 2003/5551, enseja uma análise conjunta das pretensões aduzidas. Nesta, alegou que, inobstante a disponibilização da documentação na sede da empresa, a simples consulta torna impossível qualquer tentativa de avaliação, a uma, dado o volume dos referidos documentos e, depois, porque as cópias dos documentos arrolados são imprescindíveis no caso de eventual propositura de ação judicial.

18. Em resposta datada de 18.09.2003, através do OFÍCIO/CVM/SOI/GOI-2/Nº 1154/03, a Corretora também fora informada sobre a existência de liminar concedida em Mandado de Segurança, que garantiria à companhia o sigilo aos laudos e avaliações que suportaram a Operação.

19. Desta feita, a interessada, em 29.08.2003, requereu a reconsideração da decisão ou o encaminhamento do assunto a este Colegiado em grau de recurso, aduzindo os seguintes argumentos (fls. 95/96):

a. O ofício supra fora assinado apenas pelo Gerente de Orientação a Investidores, não contendo decisão da CVM, já que não contivera decisão expressa de Superintendente de nenhuma área técnica, tendo se limitado a informar sobre a existência da referida liminar;

b. Ressaltou que a referida liminar, concedida em sede de mandado de segurança impetrado contra autoridade coatora, deixa a companhia desobrigada de fornecer cópias daquela documentação àquele autoridade, não contendo determinação que estendesse seus efeitos a terceiros.

20. Diante disso, em 21.10.2003, a SEP encaminhou o assunto ao crivo da PFE que, em 10.11.2003, sob a forma do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº

286/2003, assim se manifestou:

- a. O Ofício endereçado pela GOI-2, supra mencionado, de fato não encerra o procedimento de reclamação, limitando-se a informar sobre a existência de liminar em sede de mandado de segurança impetrado por TMAR contra ato supostamente ilegal do Promotor de Justiça, Dr. Rodrigo Terra, tendo seus limites subjetivos adstritos àquelas partes;
  - b. Sendo assim, como não houve manifestação conclusiva da área técnica, o expediente protocolado pelo reclamante, às fls 95/96, não deve ser interpretado como recurso ao Colegiado, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03;
  - c. Quanto ao conteúdo da reclamação apresentada, ressaltou que o direito à informação do acionista, intimamente ligado ao direito à fiscalização, não teria caráter absoluto, comportando limites e restrições previstos pelo legislador, à vista dos arts. 100, *caput* e § 1º, 105, 109, III, 133, *caput* e § 2º, 157, § 4º e 142, § 1º, da Lei nº 6.404/76, art. 9º, V, e § 2º, da Lei nº 6.385/76, bem como arts. 6º e 7º, da Instrução CVM nº 358/02;
  - d. Diante disso, manifestou entendimento no sentido de que à SEP cabe decidir sobre o caráter confidencial da documentação, objeto da reclamação da Corretora, a fim de que a esta seja encaminhada resposta peremptória; e
  - e. Por fim, enfatizou a necessidade de apreciação do caráter da referida documentação, posto que se caracterizada como portadora de informações em si mesmas relevantes, o fato de ter-se permitido sua divulgação a apenas alguns dos acionistas atuais (aqueles que firmaram o "indigitado" termo de confidencialidade), em detrimento dos demais acionistas – atuais e potenciais – configuraria caso de informação assimétrica, hipótese em que se impõe sua imediata divulgação a todo o mercado.
21. À vista da manifestação da PFE, a SEP decidiu pelo encaminhamento do assunto ao Colegiado, independentemente de qualquer manifestação conclusiva, dirigindo-o a mim, em função da conexão da causa e a questão já estar sob o exame deste componente organizacional, no âmbito dos Processos CVM nº RJ 2003/5551 e CVM nº RJ 2003/11969, informando que em 27.08.2003 propôs a abertura de inquérito administrativo para apurar a responsabilidade dos administradores da TNL e da TMAR por possíveis desvios na formulação, na montagem e na condução dos procedimentos relativos à operação.

## FUNDAMENTOS

22. O desenvolvimento e lucratividade experimentados pelas grandes companhias na atualidade, em especial, as sociedades anônimas de capital aberto, devem-se, em muito, à ampla liberdade de contratar de que gozam, aliada à experiência e capacidade dos seus administradores.
23. Contudo, não se pode perder de vista o fato de que os recursos financeiros que ensejam a realização dos negócios da sociedade provêm de todos aqueles que nela investem seu patrimônio, inclusive aquela minoria acionária que mobiliza sua poupança, visando à geração de lucro. Desta feita, é natural que os investidores da companhia, em injetando capital, tenham interesse em acompanhar sua gestão.
24. Tal interesse, dada a sua relevância, consubstancia direito essencial do acionista e é assegurado por lei, não só para a sua proteção, mas, em última análise, em função do interesse do próprio Estado em dar confiabilidade ao pequeno investidor para aplicar sua economia nas grandes empresas. Essa vantagem de que gozam as S.A., em captar recursos populares para a formação do grande capital, é o que possibilita o desenvolvimento dos grandes empreendimentos, o que, por si só, torna efetivo o interesse do Estado em assegurar a proteção da minoria acionária.
25. Diante disso, o caso em tela é merecedor de uma análise cuidadosa, a fim de que não sejam frustrados, nem os negócios sociais – que, em função da dinâmica inerente às relações econômicas, exigem maior liberdade -, tampouco os direitos essenciais de seus acionistas, que são, em uma análise mais remota, o que, efetivamente, possibilita sua existência.

### I - Da indisponibilidade do direito de fiscalização do acionista

26. A subscrição de ações gera para o acionista a perda do direito de gerir a propriedade investida no capital social, para doravante desfrutar dos lucros, sob a forma de dividendos gerados pela companhia. Entretanto, a lei conferiu ao acionista determinados direitos, dos quais nem o Estatuto Social nem a Assembléia Geral o poderão privar.
27. Assim, conforme dispõe o inciso III, do artigo 109, da Lei nº 6.404/76 *infra*, constitui um dos direitos essenciais do acionista, o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais:

*"Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia geral poderão privar o acionista dos direitos de:*

.....

*III - fiscalizar, na forma prevista nesta lei, a gestão dos negócios sociais;*

....."

28. Tal dispositivo visa garantir ao acionista o direito de fiscalizar o modo pelo qual são administrados a sociedade e o patrimônio social, uma vez que, repita-se, com a compra ou subscrição de ações, perde o acionista o direito de administrar o patrimônio investido que, neste momento, passa a pertencer ao acervo da sociedade.

### II - As regras de *disclosure* como forma de garantia

29. As regras de transparência, envolvendo o dever de informar do administrador, a prestação de contas, dentre outras práticas hodiernamente defendidas em todo o mundo como práticas de governança corporativa, destinam-se não só à proteção do acionista da companhia, mas ao investidor em geral – que, com a possibilidade de avaliar com acuidade os negócios da companhia, terá uma base concreta para decidir se adquirirá, manterá ou não seu títulos -, bem como ao próprio administrador que, informando amplamente os acionistas da empresa, não poderá, mais tarde, ser questionado sobre a oportunidade dos negócios realizados.
30. Assim, em que pese o direito de fiscalização inerente à condição de acionista, o fato relevante, capaz de influenciar na decisão do investidor em geral, como o conhecimento da situação da companhia com a aquisição da Oi, é de interesse de todos aqueles que pretendam investir ou desfazer-se de papéis de emissão da companhia, o que torna legítimo o interesse da Corretora no pleito.
31. Vejamos o que diz o insigne Modesto Carvalhosa <sup>(1)</sup>, acerca do assunto:

*"Quando os administradores informam sobre a situação negocial da companhia, dão a possibilidade aos investidores de avaliar todos os*

*dados necessários a uma inteligente apreciação sobre a oportunidade ou não de negociarem os valores mobiliários por ela emitidos. O dever de informar (full disclosure), nesse particular, tem por finalidade permitir aos acionistas que permaneçam como tais ou não (...)"*.

32. Também esta CVM, através da Cartilha de Governança Corporativa expõe a necessidade de os investidores serem informados amplamente sobre os negócios da companhia:

*"Quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.*

*Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.*

*(...)"*

33. Ainda a respeito da *disclosure*, como regra protetora da confiabilidade do mercado de capitais, leia-se um excerto do artigo do Professor Robert H. Mundheim, publicado na Revista Brasileira de Mercado de Capitais e transcrito por Rubens Requião <sup>(2)</sup>:

*"(...) A disclosure relativa a custos de realização de transações em investimentos deve contribuir para a eficiência operacional do mercado. (...) esse processo desempenha também um papel significativo na realização do objetivo legal de proteção aos investidores. Se o investidor estiver plenamente informado a respeito de determinada transação poderá, freqüentemente, tomar medidas para se proteger contra fraudes ou operações demasiadamente arrojadas. (...)"*

### **III - Da relevância da situação ora apreciada**

34. Ainda que regulamentado por lei o direito de fiscalização, com o intento de impedir que impertinentes manifestações por parte dos acionistas prejudiquem o bom funcionamento da administração social, cabe ressaltar que trata a presente de situação de extrema relevância, vale dizer, a aquisição de uma empresa – OI - por TMAR, companhia da qual os requerentes são acionistas.
35. Deste modo, se a lei prevê que a fiscalização da gestão regular da sociedade constitui direito inarredável do acionista, que dirá a respeito de situação excepcional, como aquisição de sociedade mercantil, capaz de influir consideravelmente na decisão do acionista de exercer quaisquer direitos inerentes à sua condição, já que, independentemente do preço de compra, implicará novos esforços por parte da companhia adquirente.

### **IV - Da aquisição de sociedade mercantil por companhia aberta**

36. O artigo 256 da Lei Societária, ao dispor sobre alienação de controle de sociedade mercantil à companhia aberta, infere o seguinte:

*"Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:*

*I - o preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (art. 247, parágrafo único) <sup>(3)</sup>; ou*

*II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores a seguir indicados:*

*a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os 90 (noventa) dias anteriores à data da contratação;*

*b) valor de patrimônio líquido (art. 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, § 1 <sup>o</sup>);*

*c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a quinze vezes o lucro líquido anual por ação (art.187, VII) nos dois últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.*

*....."*

37. A TMAR, em esclarecimento prestado à SEP quanto à referida "Operação", alegou que esta não constituiu investimento relevante para a empresa, nos termos do inciso I, do dispositivo supra, uma vez que o preço de compra foi fixado em R\$ 1,00 e, em sendo a OI companhia fechada que não auferiu lucros pelos dois últimos exercícios sociais, também não estaria sujeita à aplicação das normas insculpidas nas alíneas "a" e "c" do inciso II, o que, conseqüentemente, determinou a realização da Operação à vista do disposto na letra "b" do dispositivo supra citado.
38. De fato, se o real investimento da companhia na aquisição da OI correspondesse ao valor de R\$ 1,00, a regra inscrita no inciso I, do artigo 256, retro mencionado, restaria totalmente respeitada. Ocorre que a referida empresa adquirida por TMAR tem patrimônio líquido negativo de valor deveras elevado. Assim, vejamos as condições, sob as quais a referida operação se concretizou:
- A companhia alienante, TNL, detinha 100% da OI e 79,6% de TMAR, com o restante das ações distribuídas entre os minoritários;
  - O patrimônio líquido da OI correspondia à cifra de R\$ 5,323 bilhões negativos, porém, antes de efetuar a venda, a TNL capitalizou a companhia no valor da sua dívida para com a controladora - R\$ 562 milhões – passando, então, ao valor de R\$ 4,761 bilhões, preço em que se consolidou a transação, já que por trás do valor simbólico da venda - R\$ 1,00 - estava a assunção da referida dívida;
  - Os acionistas da TNL, desta forma, beneficiaram-se com a referida operação, já que, por R\$ 562 milhões, livraram-se de um passivo de R\$ 5,323 bilhões. Em contrapartida, os acionistas minoritários de TMAR que, anteriormente, não tinham qualquer relação com a OI – embora ambas fossem controladas pela TNL – foram compelidos a assumir uma empresa endividada, arcando com o passivo de R\$ 4,761 bilhões, já que tal operação sequer fora deliberada em Assembléia Geral, em virtude da alegação de que o preço de compra da empresa era irrelevante para a companhia - apenas R\$ 1,00.
39. Assim, com a aquisição da aludida empresa, a TMAR adquiriu, também, uma dívida que será suportada à custa de todos os acionistas da companhia, sem que lhes tenha sido dada a oportunidade não só de se manifestar acerca da referida operação, bem como lhes foi denegado um direito fundamental – o direito de fiscalizar os negócios da companhia -, neste caso, através da avaliação dos documentos pertinentes à referida transação.
40. Também os investidores em potencial sofrem as conseqüências desse ato abusivo, visto que devem decidir investir ou não, sem, ao menos, ter acesso aos documentos que refletem, na íntegra, as condições que a Operação foi realizada, vale dizer, a situação em que se encontra a

companhia, em cujos papéis têm interesse.

41. Em vista disso, os requerentes, como acionistas minoritários da TMAR ou como investidores do mercado de valores mobiliários em geral, questionaram nesta CVM as condições em que se deu a referida Operação, originando o processo, de cujos autos a SEP indeferiu pedido de vista, alicerçada no seguinte entendimento, constante do relatório:
  - a. De acordo com a companhia, esses documentos foram disponibilizados em *data room* mediante agendamento e assinatura de termo de confidencialidade, em que os reclamantes compareceram;
  - b. O presente processo se encaixa nos preceitos insculpidos nos parágrafos 2º dos artigos 8º e 9º da Lei nº 6.385/76, já que fora aberto com a finalidade de apurar possíveis irregularidades praticadas pelos controladores na venda da Oi pela TNL para a TMAR;
  - c. A companhia obteve liminar junto ao Poder Judiciário em sede de Mandado de Segurança de nº 2003.004.01033, deferida pelo Desembargador José Geraldo Antonio, garantindo sigilo aos laudos e avaliações que suportam a operação;
42. Todavia, entendo um pouco diferente da SEP, como exporei abaixo.

#### **V - Da imprescindibilidade de fornecimento aos acionistas de cópia de todos os documentos que embasaram a operação**

43. Como informado pelos representantes de TMAR, foram colocados à disposição dos acionistas em *data room* vários documentos relativos à operação para consulta na sede social, mediante agendamento prévio e assinatura de termo de confidencialidade, além da realização de duas *conference call* com investidores brasileiros e estrangeiros e da disponibilização de esclarecimentos na página eletrônica da empresa.
44. Creio, entretanto, que, o caso em tela trata de fato de extrema relevância e complexidade à vida social, implicando a necessidade de colocar-se à disposição dos acionistas, para exame minucioso, todos os elementos e informações necessários à análise completa da referida transação. Ademais, trata-se de volume considerável de documentos, que requerem tempo e cautela para que sejam bem examinados, não bastando, para tanto, que a empresa disponibilize em sua sede, apenas para consulta, alguns dos documentos relativos à referida operação. Isso seria um abuso.
45. Além disso, é necessário ter-se em vista, desde já, o fato de que, independentemente do cunho das informações contidas na referida documentação, os acionistas, como figura central da sociedade anônima, são parte nesta operação. O investidor, quando subscreve ações de companhia aberta, dela tornando-se sócio, tem como objetivo a geração de riqueza e, por isso mesmo, o direito de ser informado sobre os negócios sociais na sua íntegra, até porque é imprescindível que saiba, exatamente, como está sendo investido e administrado seu patrimônio.
46. Não basta que os administradores simplesmente informem sobre a efetivação dos negócios empresariais. É necessária total transparência acerca de todos os atos dos quais tais negócios se revestem, imprescindindo, para tanto, da completa disponibilização dos documentos, laudos, pareceres, enfim, todos os elementos que comprovem a oportunidade e legitimidade daquele negócio avençado. Ainda mais quando se trata de empreendimento arrojado como o caso em tela, relativo à aquisição de empresa mercantil do porte da Oi e, ainda, com patrimônio líquido negativo.
47. Suponho que qualquer um, que se encontre na qualidade de acionista de companhia aberta ou mesmo na qualidade de investidor interessado em adquirir papéis da companhia, estando, portanto, sujeito a riscos naturais inerentes ao próprio negócio e que investe seu patrimônio confiando na obtenção de lucro, gostaria, no mínimo, de se certificar da maneira pela qual está sendo gerido o patrimônio investido, ainda mais quando a companhia da qual é parte, através do órgão de administração, realiza operação arrojada como, no caso, a aquisição de empresa com patrimônio líquido negativo.
48. A desconfiança do investidor é ainda mais natural em vista do fato de que, na referida operação, o alienante, detentor da totalidade das ações da companhia alienada, é controlador da companhia adquirente, suscitando, aparentemente, a possibilidade de um conflito de interesses.
49. Por fim, no que tange à liminar e, agora, a segurança, obtida pelas Companhias em sede de Mandado de Segurança, cabe afirmar que, o *writ*, previsto no art. 5º, LXIX e LXX, da CRFB, consiste em remédio processual contra autoridade coatora, dirigindo-se, por conseguinte, exclusivamente, àqueles contra quem fora impetrado, vale dizer os Promotores de Justiça Srs. Rodrigo Terra e Júlio Machado Teixeira Costa. Desta feita, a referida liminar não produz efeitos contra terceiros, inclusive, a CVM.

#### **VI – Das regras de sigilo no Inquérito Administrativo e, excepcionalmente, em Processo Administrativo ordinário**

50. Como colocado pela SEP e referendado pela PFE, o presente processo, que surgiu a partir de denúncia dos reclamantes, pode dar origem a processo administrativo sancionador, que é o que já ocorreu com a abertura de inquérito administrativo, embora essa informação ainda não tenha sido dada ao recorrente.
51. Assim, cabe enfatizar que o parecer da Procuradoria da CVM foi dado em um outro momento, quando ainda inexistia Inquérito Administrativo aberto. Hoje, este procedimento já se encontra em andamento, o que coloca termo à hipótese de se enquadrar o processo ora apreciado como etapa investigativa precedente ao Processo Administrativo Sancionador.
52. Tal procedimento investigativo encontra previsão no parágrafo 2º do artigo 9º da Lei nº 6.385/76 que assim estabelece:

*"Art. 9º - A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15 poderá:*

*.....*  
*V – apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;*  
*.....*

*§ 2º - O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão."*

53. Trata-se, portanto, de inquérito administrativo, cujo sigilo é garantido por lei, conforme infere o parágrafo acima citado e, que, como retro mencionado, já foi instaurado por esta CVM.
54. Já no caso dos processos administrativos ordinários, deve ser observada a norma contida no artigo 37, *caput*, da CRFB (4), que informa sobre a publicidade dos atos administrativos, excetuando-se, apenas, aqueles nos quais o sigilo seja indispensável, como admite o artigo 5º, inciso LX,

da Carta Constitucional <sup>(5)</sup> e vem enfatizar o artigo 8º, parágrafo 2º, da Lei da CVM:

"Artigo 8º.....

.....

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal.

....."

55. Nestes casos excepcionais, vale dizer, na defesa da intimidade ou do interesse social ou, ainda, quando expressamente disposto em lei, admite-se o sigilo, não cabendo, pois, o acesso aos autos do processo administrativo.
56. Cabe ainda ressaltar que, em tal caso, a qualidade de ser o denunciante, de fato, não assegura o acesso aos autos, mas tão-somente o direito de exigir a apuração dos fatos denunciados e ser informado sobre as providências tomadas.
57. Nestes casos, impor à CVM a obrigação de fornecer documentos obtidos em função de seu poder de fiscalização, em prejuízo do sigilo, sob a alegação de que os processos são públicos, é, a meu ver, simplesmente inadmissível.
58. No entanto, não vislumbro quaisquer prejuízos ao interesse social em colocar-se à disposição das partes interessadas o referido processo; tampouco há qualquer dispositivo legal expresso que restrinja o acesso aos autos de processos administrativos relativos a precificação de ativo adquirido por companhia aberta.
59. Quanto a este ponto, é válido ainda informar que o sigilo assegurado à CVM é em relação às suas investigações e não propriamente ao conteúdo dos documentos.

#### VII – Da decisão Judicial

60. Os reclamantes requereram, também, em juízo, em sede de ação cautelar, a exibição da documentação relativa à Operação. No entanto, em 14.05.2004, o Exmo. Dr. Juiz da 7ª Vara Empresarial, Cezar Augusto Rodrigues Costa, extinguiu o processo judicial sem o julgamento do mérito da ação, por entender que os autores não tinham legitimidade ativa para a causa, nos termos do aludido artigo 105 da Lei nº 6.404/76, que infere o seguinte:

*Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, cinco por cento do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.*

61. Com base neste entendimento, proferiu sentença terminativa, julgando os autores, aqui recorrentes, ilegítimos para "...exigir a exibição dos livros ou documentos da empresa, posto que incomprovada a propriedade de 5% do capital social que vem sendo admitido, inclusive através da formação de litisconsórcio ativo, inócurre no caso concreto<sup>(6)</sup>."
62. Deste modo, os Srs. Marcos Duarte e Cláudio Andrade ofereceram reclamação ao Ministério Público, para que aquele órgão investigasse, nos termos da Lei nº 7.347/85 – Lei de Ação Civil Pública – eventual responsabilidade dos administradores das companhias contratantes, por dano econômico causado aos acionistas da TMAR.
63. Dando início a Inquérito Civil, em 18.06.2003, os Promotores de Justiça Rodrigo Terra e Júlio Machado Teixeira Costa requisitaram da companhia a referida documentação, sob as penalidades previstas no artigo 10, da Lei nº 7.347/85.
64. Entretanto, em 27.06.2003, como dito anteriormente, a TMAR obteve liminar concedida em sede de mandado de segurança – tramitando na 17ª Câmara Cível – TJ/RJ, através do processo de nº 2003.004.01033 – desobrigando-a do fornecimento de cópia ao Ministério Público da documentação que balizou a Operação e, em 24.09.2003, a decisão de mérito, que concedeu, em definitivo, a segurança pretendida, com o voto vencido do Exmo. Desembargador Raul Celso Lins e Silva – nos autos do processo - do qual extraí os seguintes trechos:

*"O dever de lealdade não deve ser confundido com a recusa à prestação de informação requisitada para subsidiar a avaliação do Ministério Público quanto à lisura da administração do negócio.*

*Aliás, a lealdade deveria motivar a impetrante a exibir a documentação pretendida exatamente para dissipar qualquer dúvida quanto à integridade, seriedade da operação, principalmente, porque o gigantismo da negociação de compra e venda envolvendo mega empresas de telecomunicações reduziu-se para o insignificante e, data venia, ridículo, valor de R\$ 1,00 (um real), sem saber-se por qual o método de avaliação chegou-se a este preço e à mencionada dívida de R\$ 4.760.000.000,00 (quatro bilhões e setecentos e sessenta milhões de reais).*

*Tem sido tradição de nosso direito a completa publicidade dos atos da sociedade e a preocupação do parquet funda-se no fato de que a operação teria lesado acionistas minoritários; de que escapando qualquer informação do conhecimento público inviabilizaria a própria função institucional do Ministério Público, uma delas consubstanciada na proteção do patrimônio público e social; qual o método de avaliação do valor patrimonial da empresa alienada e, acrescento, se houve injeção de recursos externos ou até públicos através do BNDES, na empresa que acumulava dívidas da ordem de mais de quatro bilhões e setecentos milhões de reais; de que maneira formou-se o preço, tanto o de venda como aquele grandioso endividamento que veio justificar a alienação por R\$ 1,00.*

(...)

*Assim, no entendimento de que o direito do consumidor é que reclama a apuração, discrepei da maioria e neguei a segurança."*

65. Ocorre que, também, essas medidas judiciais em nada se relacionam ao objeto do presente recurso. A uma, porque, também como já se disse, o *mandamus* é remédio constitucional intentado contra autoridade coatora, com fins à proteção de direito líquido e certo, lesado ou ameaçado de lesão. Assim, a liminar ou decisão de mérito em sede de mandado de segurança vincula, tão-somente, impetrante, no caso a TMAR, e impetrado, vale dizer, os citados Promotores de Justiça. Os efeitos da coisa julgada não são oponíveis *erga omnes*, como em outros tipos de remédio constitucional, mas *inter partes*, porquanto somente aquela autoridade teria poder para aquele ato impugnado.
66. Também no que tange à referida ação cautelar, em nada se presta ao objeto do recurso em apreço. Primeiramente, porque não é competência institucional da CVM determinar à companhia que exhiba e conceda cópias da referida documentação. Depois, a regra insculpida no artigo 105, da LSA, no qual se baseou o magistrado para a apreciação das condições da ação, trata, especificamente, de determinação judicial de exibição

de livros sociais – o que também em nada toca ao presente recurso, de vez que o que se discute refere-se, tão-somente, a pedido de vista e cópia dos autos deste processo administrativo.

67. Assim, o sigilo, em relação aos documentos que suportaram a Operação, por, segundo a companhia, conterem informações confidenciais, até mesmo em relação a seus próprios acionistas, é de exclusiva responsabilidade da companhia, questão que já é objeto de investigação no âmbito de inquérito administrativo, ao passo que o sigilo assegurado à CVM – repita-se - é em relação às suas investigações e não propriamente ao conteúdo dos documentos.

### CONCLUSÃO

68. Ante o exposto, entendo que deveria ser respeitado o princípio da publicidade dos atos, já que, a meu ver, o conteúdo das informações contidas em nada prejudica a elucidação dos fatos, que estão sendo investigados em inquérito administrativo, este sim, sigiloso. Tampouco se afigura prejuízo para o interesse público; muito pelo contrário.
69. O indeferimento do acesso aos autos é que, no meu entender, contraria o interesse público já que tanto as companhias envolvidas quanto seus acionistas, individualmente, são interessados. Seja atuando na defesa do interesse coletivo, seja na pretensão de exercer seus direitos à informação, a regra é a publicidade das informações.
70. Deve-se, ainda, informar ao reclamante que a operação está sendo investigada através de inquérito administrativo com o objetivo de apurar a ocorrência de eventual irregularidade.
71. De qualquer modo, deve ser requerida à companhia a remessa dos documentos relativos à Operação, inclusive, laudo e carta de avaliação da empresa. Não há porque os referidos documentos serem disponibilizados apenas aos acionistas e por fração de tempo insuficiente para deles extrair maiores conclusões. É inadmissível que nem mesmo esta CVM tenha acesso aos referidos documentos.

É o meu **VOTO**.

Rio de Janeiro, 23 de dezembro de 2004.

**NORMA JONSSSEN PARENTE**

**DIRETORA-RELATORA**

(1) Modesto Carvalhosa e Nilton Latorraca, "Comentário à Lei de Sociedades Anônimas", vol. 3. São Paulo: Saraiva, 1997.

(2) Robert H Mundheim, Professor da Universidade da Pensilvânia, "Tendências do processo de Disclosure nos Estados Unidos" in *Revista Brasileira de Mercado de capitais n° 2 – maio de 1975 apud Rubens Requião*, "Curso de Direito Comercial", 23ª edição, vol. 2, cit. p. 214.

(3) "Artigo 247(...)

.....  
Parágrafo único. Considera-se relevante o investimento:

a) em cada sociedade coligada ou controlada, se o valor contábil é igual ou superior a dez por cento do valor do patrimônio líquido da companhia;  
....."

(4) "Art. 37. A administração pública direta, indireta ou fundacional, de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, **publicidade**."

(5) Art. 5º. (...)

...  
LX – a lei só poderá restringir a publicidade dos atos processuais quando a defesa da intimidade ou o interesse social o exigirem;  
(...)"

(6) Processo nº 2004.001.006031-1, julgado pelo Exmo. Dr. Juiz da 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital. (fls. 308 a 312)