

PARA: SEP MEMO/SEP/GEA-4/Nº 11/12

DE : GEA-4 DATA: 11.01.12

ASSUNTO: Reclamação de Investidor

Telemar Norte Leste S.A.

Processo CVM nº RJ-2012-249

Senhor Superintendente em exercício,

Trata-se de reclamação protocolizada em 30.12.11, por GREEN HG FUND LLC, GREEN II FUND LLC, CSHG VERDE EQUITY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES, CSHG VERDE MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO (em conjunto "reclamantes"), relativa à reorganização societária envolvendo a Telemar Norte Leste S.A. ("TMAR" ou "Companhia"), anunciada em 23.05.11, questionando o entendimento da Companhia no sentido de que somente farão jus ao direito de recesso decorrente da operação aqueles acionistas que mantiverem ininterruptamente a propriedade das ações de sua emissão, desde o anúncio da operação até o efetivo exercício do direito.

Histórico

Em 30.12.11, foi protocolizada a referida reclamação, nos seguintes principais termos (fls. 01/11):

- a. "mediante fato relevante de 24.05.11, a Telemar Participações S.A. ("TmarPart") divulgou ao mercado que sua administração e as de suas controladas Tele Norte Leste Participações S.A. ("TNL"), Telemar Norte Leste S.A. ("TMAR"), Coari Participações S.A. ("Coari") e Brasil Telecom S.A. ("BRT") conduziram os estudos e adotariam os procedimentos para promover uma reorganização societária das assim chamadas Companhias Oi, com objetivo de concentrar todas as participações acionárias em uma única companhia listada em bolsa, a BRT, sob a nova denominação de Oi S.A.;"
- b. "para o que importa a esta reclamação, é suficiente anotar que a reorganização societária compreende a incorporação de ações da TMAR pela Coari. Mais especificamente, que tal incorporação conferirá direito de recesso aos acionistas minoritários da TMAR, conforme informou aquele mesmo Fato Relevante de 24.05.11:"

"observadas as disposições do art. 137 da Lei das S.A., aos acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais classe A e classe B da TMAR dissidentes da deliberação que aprovar a incorporação será garantido o direito de retirar-se da companhia, o qual será efetuado, nos termos do estatuto social da Companhia, por valor econômico a ser calculado na forma da Lei das S.A.;"
- c. "a propósito das condições para o exercício do direito de recesso – que constituem o objeto específico da reclamação -, o Fato Relevante expôs ainda:

"nos termos do art. 137, §1º da Lei das S.A, os acionistas dissidentes terão direito de retirada, o qual será exercível em relação às ações de que sejam titulares ininterruptamente desde o encerramento do pregão do dia de 23 de maio de 2011 até a data do efetivo exercício do direito de retirada. As ações adquiridas a partir do dia 24 de maio de 2011 não conferirão ao seu titular direito de retirada com relação à Reorganização Societária";
- d. "após ser questionada diretamente a respeito das condições para o exercício do direito de recesso pela BM&F Bovespa (Ofício BM&F Bovespa GAE 2392/11, de 11.11.11), a TMAR – mediante Comunicado ao Mercado de 14.11.11 – reiterou o que afirmara anteriormente, esclarecendo ainda:

"portanto, na forma da lei, caso a titularidade de ações detidas em 23 de maio de 2011 tenha sido transferida, inclusive em virtude de contrato de mútuo de ações ('aluguel de ações'), o acionista não poderá exercer o direito ao reembolso com relação às ações mutuadas, uma vez que, na forma da lei, o mútuo acarreta a efetiva transferência de titularidade das ações do mutuante ao mutuário";
- e. "dias depois, por meio do Comunicado Externo datado de 16.11.11, o Diretor Executivo de Operações, Clearing e Depositária da BM&F Bovespa divulgou ao mercado que o regulamento desta não contém disposições específicas sobre a elegibilidade para o exercício do direito de recesso por parte de doadores de ações emprestadas, mas subscreveu integralmente os termos do Comunicado ao Mercado da TMAR referido no item anterior, segundo o qual só poderiam exercer o direito de recesso os acionistas titulares de ações detidas ininterruptamente desde o encerramento do pregão de 23.05.11 até a assembléia geral que aprovar a operação de incorporação";
- f. "como já se pôde facilmente perceber, a clara intenção da TMAR é a de restringir o direito de recesso de seus acionistas. O motivo é igualmente de fácil percepção: por força do critério de avaliação previsto no estatuto social para fins de reembolso do valor das ações dos acionistas dissidentes (valor econômico), a diferença maior entre o valor a ser pago conforme laudo divulgado em 23.11.11 e aquele médio pelo qual as ações estão cotadas pode alcançar quase 40%";
- g. "não se sabe, ainda, quando serão realizadas as assembléias para deliberar sobre a reorganização societária e a incorporação da TMAR por Coari – cujas convocações, aliás, estão sujeitas ao livre arbítrio da companhia (art. 122 do Código Civil), que poderá postergá-las por tempo que bem entender";
- h. "enquanto isso e até lá – a se reputar legítima a exigência de titularidade ininterrupta das ações imposta pela TMAR – os acionistas de uma companhia aberta estão aprisionados em uma camisa de força, proibidos (no mercado de capitais) de negociar as suas ações, sob pena de terem cassado seu direito de recesso. Trata-se, com o devido respeito, de um absurdo";
- i. "o absurdo obriga a que se lembre o óbvio: nas companhias abertas, vige o princípio da livre circulação das ações, estabelecido, a *contrario sensu*, no art. 36 da LSA."

"Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas";
- j. "é inadmissível, assim – nem tem nenhum sentido – que o acionista seja impedido de negociar com as ações da companhia, como condição para ter assegurado o direito de recesso. Tais direitos – tanto ao recesso quanto à livre circulação – não podem, evidentemente, ser restringidos ao bel-prazer da companhia, sem fundamento legal";
- k. "como bem apontou o Prof. CALIXTO, reafirmando a intenção da TMAR de restringir o direito de recesso de seus acionistas, a exigência da

titularidade ininterrupta não está prevista em lei:"

"Um primeiro resultado da tese pretendida pela TMAR é que não será atribuído direito de recesso a grande parte dos titulares de ações da companhia. Isso porque, a ser adotada a tese por ela defendida, não resguardada por qualquer dispositivo legal, só os acionistas titulares de ações em 23 de maio de 2011 e que não venderam uma de suas ações sequer até o dia do exercício do recesso – ainda não fixado, por não ter sido convocada, na data da elaboração desse trabalho, Assembléia Geral para aprovar a operação – terão direito ao recesso;

Observe-se, portanto que a lei não previu um intervalo de tempo de titularidade obrigatória das ações. Nem essa previsão teria sentido em se tratando de mercado de capitais. Nele o princípio da livre circulação é fundamental (art. 36, LSA, interpretado a contrario sensu para as companhias abertas), só podendo ser excepcionado em hipóteses especiais";

- l. "a ausência de previsão legal fortalece ainda mais a ilegitimidade da exigência da TMAR quando se verifica que, nas hipóteses em que pretendeu exigir titularidade ininterrupta, a LSA o fez de forma expressa:

"Art. 141 (...)

§4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18. (...)

§ 6º Somente poderão exercer o direito previsto no § 4º os acionistas que comprovarem a titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de 3 (três) meses, no mínimo, imediatamente anterior à realização da assembléia-geral";

- m. "se não há previsão legal para a exigência da titularidade ininterrupta, há expressa para a restrição ao exercício do recesso, direito essencial do acionista, que não pode ser suprimido nem pelo estatuto, nem pela assembléia-geral, nos termos do art. 109, inciso V, da LSA.:"

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

.....

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei"

"O §2º do art. 109 reforça a indisponibilidade do direito:"

"Art. 109 (...)

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral";

- n. "no direito societário, os assim chamados direitos essenciais dos acionistas correspondem, no plano político, aos direitos individuais dos cidadãos perante o Estado, que não podem ser restringidos ou cassados";
- o. "ao comentar o art. 78 da nossa anterior Lei Acionária – o Decreto 2.627/40 – reproduzido, com pequenas modificações, no art. 109 da lei atual, MIRANDA VALVERDE, autor do anteprojeto daquele diploma legal, afirmou:"
- "O legislador brasileiro concentrou, no Capítulo IX, as regras que permitirão, dentro do espírito geral da lei, solucionar conflitos de interesses entre os acionistas e a sociedade. E, inspirando-se no sistema político da Constituição federal, na parte em que esta define os direitos e garantias individuais, redigiu o art. 78, que ora comentamos";
- p. "em belíssima passagem de sua obra, o magistral societário HERBERT WIEDEMANN caracteriza, por isso, o direito societário como um "pequeno estado de direito":
- "o direito societário caracteriza-se como um "pequeno estado de direito", porque também nas sociedades a formação da vontade deve ser organizada e surge uma relação de supremacia e de subordinação, uma vez que sejam permitidas decisões por maioria. Por isso, o direito societário tem, tematicamente em comum com o direito público, a organização do poder coletivo e os direitos e deveres dos "cidadãos societários". Enumeram-se, outrossim, uma série de problemas paralelos: a distribuição de competências, a renúncia à soberania, a estruturação dos órgãos, a votação nas assembléias, a exclusão do direito de voto, a incompatibilidade de muitas funções, a vigência de direitos individuais perante a maioria, o exercício do poder repressivo e assim por diante. Abstraidas as questões mais técnico-jurídicas (p. ex., a condução dos debates ou da votação), prossegue a comparação entre o direito público, de um lado, e o direito empresarial e societário, de outro, apenas de modo limitado, porque o Estado não pode ser entendido como uma supra-sociedade de sujeitos de direito privado e porque falta a ele a voluntariedade e a orientação finalística características de uma sociedade";
- q. "é inaceitável, portanto, que a TMAR se arrogue o direito de coarctar direitos individuais de seus acionistas estabelecendo uma prisão temporária para que possam exercer o recesso";
- r. "como diz o eminente Prof. CALIXTO em seu parecer:"
- "Outra conseqüência, de certa forma ligada a essa primeira, é que os direitos essenciais não podem ser interpretados de forma restritiva. De nada adiantaria afirmar seu caráter contra majoritário, se ao definir os seus contornos, ele fosse substancialmente restringido. Daí a idéia, hoje bastante aceita, da interpretação ampla e favorável aos indivíduos das garantias individuais. Disso decorre também a necessidade, em matéria societária, de não restringir a aplicação dos direitos essenciais do acionista através da restrição dos seus requisitos de aplicação. Como se verá, é a esse resultado que se chegaria no caso presente, caso adotada a interpretação do direito de recesso defendida pela Telemar";
- s. "não se podem confundir, de outra parte, como esclarece o Prof. CALIXTO, o momento em que se identificam os acionistas qualificados ao recesso (e com qual quantidade de ações, com o momento do seu exercício);
- t. "o §1º do art. 137, da LSA, estabelece a data em que serão identificados os acionistas e a quantidade de ações com relação às quais poderão eles exercer o direito de recesso:"

"Art. 137 (...)

§ 1º O acionista dissidente de deliberação da assembleia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior";

u. "o momento do exercício está disciplinado no inciso V, do art. 137, da LSA:"

"IV - o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembleia-geral";

v. "mas a lei, obviamente, não impede que o acionista legitimado ao recesso, identificado no primeiro momento, negocie com ações da companhia enquanto o segundo momento não se verifica (desde que, para efetivamente exercer o recesso, por ocasião da assembleia, titule a mesma quantidade de ações que detinha à época da divulgação do Fato Relevante). Como pondera o Prof. CALIXTO:"

"Não faria sentido algum impedir o acionista que tem titularidade das ações no momento aquisitivo da titularidade ao direito ao recesso e que é titular da mesma quantidade de ações no momento de seu exercício e manifesta interesse em exercê-lo fosse privado desse direito.

Fazê-lo é procurar restringir direito essencial do acionista que, como visto, por sua própria característica de direito essencial não está sujeito a interpretação restritiva. Fazê-lo é atentar contra o interesse da própria companhia, cujas ações não terão circulação no mercado secundário";

w. "em outras palavras, se o acionista, na data do exercício do recesso, titular da mesma quantidade de ações que detinha na data anterior à publicação do Fato Relevante, terá direito ao recesso com relação a tal quantidade de ações";

x. "inclusive porque, após a publicação do Fato Relevante, as ações são negociadas sem o direito de recesso, que somente poderá ser exercido pelo acionista que as titulava até o dia anterior, como esclarece o próprio Fato Relevante:"

"As ações adquiridas a partir do dia 24 de maio de 2011 não conferirão ao seu titular direito de retirada com relação à Reorganização Societária";

y. "assim como ocorre com o direito aos dividendos – conferido ao titular da ação na data da sua declaração, após o que as mesmas são transacionadas ex dividendo -, pertence ao titular das ações até a data do Fato Relevante (em que surge o direito ao recesso) o direito de exercer o recesso até o limite da quantidade de ações detidas, desde que – insiste-se – por ocasião da assembleia que aprovar a incorporação tenha a titularidade de um igual número de ações";

z. "o caso específico da TMAR é emblemático e comprova como é aberrante a interpretação que a companhia pretende emprestar à LSA: o Fato Relevante foi publicado em 24.05.11. Já estamos, a essa altura, no dia 30.12.11, mais de sete meses após! E não há, ainda, previsão para a data da assembleia!"

aa. "a ilegalidade tem, ainda, por fim, outra natureza. O entendimento defendido pela TMAR atenta, também – como excelentemente argumenta o Prof. CALIXTO – contra o direito de propriedade:"

ab. "referindo-se o artigo ao 'acionista que comprovadamente for titular' de ações na data da Assembleia ou publicação do fato relevante, garante-se um direito decorrente da propriedade ou titularidade das ações em um momento específico. Exigir a titularidade em outro momento (bem entendido, que não seja o do exercício da retirada, também previsto em lei – artigo 137, inc. IV e V – a) implica desrespeito a garantia constitucional da propriedade – artigo 5º, inciso XXII CF";

ac. "antes de concluir, deve-se dar à CVM a medida dos prejuízos a serem suportados, caso a interpretação ilegal da TMAR prevaleça: apenas com respeito aos subscritores desta reclamação, os valores atingem quase R\$10.000.000,00"; e

ad. "requer-se, assim, que essa prestigiosa autarquia determine a TMAR e às demais Companhias Oi que respeitem a LSA e garantam o direito de recesso aos acionistas com relação à quantidade total de ações detidas no dia 23.05.11, até o limite da quantidade de que forem titulares por ocasião da assembleia geral extraordinária que deliberar sobre a reorganização societária, independentemente de titularidade ininterrupta no interregno".

Em anexo a reclamação, foi apresentado parecer jurídico de Calixto Salomão Filho, com os seguintes principais argumentos (fls. 13/27):

Tutela do direito do acionista dissidente

- a. "no sistema societário brasileiro, o direito de recesso é considerado direito essencial do acionista. Esse fato é de extrema importância, tanto em suas razões como em suas consequências";
- b. "nas razões, porque demonstra a relevância atribuída a tal direito. Em um sistema centrado na figura do controlador, é natural proteger o acionista dissidente, que não quer estar sujeito a decisões relevantes para os destinos de seus investimentos, com as quais não concorda e sobre as quais não pode interferir. Assim, o recesso aparece como corolário da proteção do acionista não controlador. Trata-se de proteção de cunho patrimonial, mas não exclusivamente patrimonial. Como se verá abaixo, o acionista, ao exercer o recesso está indiretamente expondo sua "opinião" sobre o negócio proposto, que poderá (ou não) influenciar a decisão do acionista controlador sobre sua realização";
- c. "ainda mais importante que os fundamentos da caracterização do direito de recesso como direito essencial, são suas consequências. Por força da influência da doutrina alemã, é hoje bastante reconhecida a analogia entre direito constitucional e direito societário. Ambos, em diferentes esferas, tratando das organizações. A primeira mais complexa, política, social e econômica. A segunda, de cunho econômico e mais reduzida. Ainda assim, exatamente por tratar, em ambos, de organizações, certos princípios do direito das organizações fixados em sede constitucional servem de modelo, por analogia, para a organização societária. Assim a idéia de separação de poderes, as garantias institucionais e, o que mais interessa no momento, os direitos fundamentais";
- d. "característica central dos direitos essenciais ou fundamentais é seu caráter contra majoritário. Exatamente porque destinados a proteger indivíduos em suas características essenciais (ser humano ou cidadão da Constituição, sócio na organização societária). Não por acaso, portanto, serem consideradas cláusulas pétreas, os direitos fundamentais previstos na Constituição, não passíveis de alteração por mudança constitucional – artigo 60, §4º, inc. IV, CF. Essa também a razão porque, elegantemente, o artigo 109 da lei das sociedades anônimas, ao introduzir os direitos essenciais afirma que nem a assembleia geral nem o estatuto poderão privar os acionistas dos direitos ali elencados. A fórmula quer deixar claro que aqueles direitos são contra majoritários e portanto não sujeitos a modificação nem mesmo por maiorias qualificadas";
- e. "outra consequência, de certa forma ligada a essa primeira, é que os direitos essenciais não podem ser interpretados de forma restritiva. De nada adiantaria afirmar seu caráter contra majoritário, se ao definir os seus contornos, ele fosse substancialmente restringido. Daí a idéia, hoje

bastante aceita, da interpretação ampla e favorável aos indivíduos das garantias individuais. Disso decorre também a necessidade, em matéria societária, de não restringir a aplicação dos direitos essenciais do acionista através da restrição dos seus requisitos de aplicação. Como se verá, e a esse resultado que se chegaria no caso presente, caso adotada a interpretação do direito de recesso defendida pela Telemar”;

- f. "outro ponto interessante do direito de recesso a ser ressaltado é a sua instrumentalidade para a tutela do interesse da companhia”;
- g. "para bem aplicá-lo é preciso, dede o início, entender o significado do conceito de interesse social, como modernamente utilizado. Ultrapassada e verificada na história a impossibilidade de uma definição material satisfatória do interesse social, parece necessário mover-se no sentido de um conceito procedimental de interesse social. Esse conceito é dado pela teoria do contrato organização”;
- h. "organização na acepção jurídica significa a coordenação da influencia recíproca entre atos. Portanto, adotada a teoria do contrato organização, é no valor da organização e não mais na coincidência de interesses de uma pluralidade de partes ou em um interesse específico à autopreservação que se passa a identificar o elemento diferencial do contrato social”;
- i. "note-se, que essa teoria, apesar de dar guarida a uma crítica de ordem econômica, não é uma teoria econômica, mas sim jurídica. Não há a redução do interesse social a uma organização direcionada simplesmente a obter a eficiência econômica. O objetivo da compreensão da sociedade como organização é exatamente o melhor ordenamento dos interesses nela envolvidos e a solução dos conflitos entre eles existentes. O interesse social passa, então, a ser identificado com a estruturação e organização mais apta a solucionar os conflitos entre esse feixe de contratos e relações jurídicas”;
- j. "é nesse ponto que deve ser vista a diferença fundamental entre essa teoria e as anteriores. Identificando-se o interesse social ao interesse à maximização dos lucros ou com o interesse à preservação da empresa. Distingue-se, portanto, do contratualismo e institucionalismo clássico, mas aproxima-se do institucionalismo integracionista, que tem nítido caráter organizativo. Por esse caráter *organizativo* de ambas as teorias – teorias institucionalista e do contrato organização – muitas vezes, como se verá, muitos dos efeitos aplicativos de ambas as teorias serão semelhantes”;
- k. "mas para compreender a extensão da teoria organicista é preciso esclarecer algo mais. A teoria organicista não impõe a internalização de interesses. Ao erigir a sociedade como instrumento de resolução de conflitos sugere que este ente seja capaz de tanto. Sugere que sua organização seja erigida para tanto”;
- l. "é inegável, por outro lado, que existem interesses que não podem ser resolvidos internamente. Em muitos casos é até positivo para estes interesses que a mediação entre eles e o interesse social se faça por regulamentação estatal”;
- m. "pergunta-se então: como distinguir um dos outros? Evidentemente, resposta concreta só pode ser dada pela situação social e histórica de cada país. A Alemanha dos anos 50 e 60 exigia, ou demandava, a integração entre capital e trabalho (o Brasil atual também, ainda que isso não seja tão bem revelado) que levaram às *Mitbestimmungsgesetze*”;
- n. "é possível, de forma muito genérica, sugerir um critério trazido por literatura clássica sobre cooperação. Partes tendem normalmente a se comportar de forma cooperativa e não conflitual quando três condições estão presentes: pequenos números (i.e., poucos participantes), informação ampla e recíproca, e relação continuada”;
- o. "esses elementos, que, ao criar dependência recíproca, sugerem, até intuitivamente, a cooperação, podem ser muito bem aproveitados pelo direito societário. Surgem uma internalização seletiva de interesse externos. No primeiro grupo de internalizáveis, segundo esse critério, destacam-se interesses dos trabalhadores e dos consumidores. Em um segundo grupo, de difícil internalização, estariam, por exemplo, concorrentes e titulares de tutela pelo direito ambiental”;
- p. "ainda que meramente sugestivo, esse critério dá bem idéia do tipo de racionalidade organizativa propugnada pela teoria organizativa. Não se pretende mais predefinir o interesse social, mas sim incluir o maior número possível de partes interessadas na organização para esses interagindo de acordo com certas regras, possam levar à melhor definição possível do interesse social. Trata-se, portanto de uma definição procedimental e não material do interesse a ser protegido, expressa e diretamente adotada pelo artigo 116, parágrafo único da lei das sociedades anônimas, que ao definir os interesses a serem protegidos pelo controlador (trabalhadores, acionistas e comunidade em que atua) optou por uma definição procedimental do interesse social”;
- q. "ora, dada essa definição procedimental e aceita a idéia de que uma boa forma de se aproximar da persecução do interesse social é ter em conta, na organização societária, suas decisões e seu funcionamento, o maior número possível de interesses, então é fácil compreender como o exercício do direito de recesso é instrumental ao interesse social”;
- r. "através do recesso, os acionistas não exercem apenas um direito patrimonial. Avaliam e indiretamente expressam sua opinião sobre a viabilidade da operação e sua conformidade com o interesse da companhia. Uma opção pelo recesso sempre significará a crença que o valor do recesso é superior às perspectivas da companhia. Sobretudo quando determinado a partir do valor econômico (perspectivas de rentabilidade) a opção em recebê-lo significa informar que aquela operação societária não tem as perspectivas esperadas pela administração da companhia (daí a sua retirada). Essa transmissão de informações é extremamente importante para a companhia e a administração, a tal ponto que essa pode optar por simplesmente desistir da operação societária proposta, após apurado que o exercício do direito de recesso será excessivamente oneroso para a companhia (artigo 137, parágrafo 3º da lei societária)”;
- s. "desse modo, ampliar o recesso significa ampliar essa coleta de informações ou esse "voto indireto" que, na concepção organizativa (adotada pela lei das sociedades anônimas no artigo 116, parágrafo único, segundo a tese aqui e alhures defendida – v. texto citado na nota n.2), é o que mais se aproxima da persecução do interesse social”;

Momento da divulgação: garantia dos interesses envolvidos

- a. "a restrição ao direito essencial de recesso por força da aplicação errônea de seus requisitos, revela-se aqui com força”;
- b. "é imperioso não restringir o recesso através de definições artificiosas do momento em que surge para o acionista titular o direito de recesso. Dentro da lógica societária é preciso então definir dois momentos: o da identificação da titularidade e o do exercício do direito”;
- c. "no primeiro momento, verificam-se quem são os titulares de ações a quem será então imputada a faculdade de exercer ou não o recesso. A fixação desse momento é importante para proteger tanto os interesses da companhia como dos acionistas. Da companhia, garantindo que titulares do recesso serão aqueles que já apostavam em sua sorte quando do anúncio da decisão. Dos acionistas, pois são os acionistas titulares das ações no momento do anúncio da operação que sofrerão os efeitos patrimoniais, desde o seu anúncio do mercado sobre a projetada operação faz-se sentir imediatamente após o anúncio da decisão”;
- d. "assim, agiu com acerto o legislador societário ao fixar um momento específico para a verificação da titularidade do direito ao recesso. Com

efeito, refere-se o artigo 137, parágrafo 1º, a um momento específico, afirmando que o direito ao recesso fixar-se-á na pessoa do titular das ações na "data da primeira publicação" do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior";

- e. "uma vez fixada a titularidade do direito de recesso, o segundo momento relevante é o do seu exercício. Também aqui a lei é expressa ao ficar momento específico, após a realização da Assembleia (Geral ou Especial) que aprovar a deliberação (art. 137, incisos IV e V)";
- f. "observe-se, portanto que a lei não previu um intervalo de tempo de titularidade obrigatória das ações. Nem essa previsão teria sentido em se tratando de mercado de capitais. Nele o princípio da livre circulação é fundamental (artigo 36, LSA, interpretando a *contrario sensu* para as companhias abertas), só podendo ser excepcionado em hipóteses especiais. Não faria sentido algum impedir o acionista que tem titularidade das ações no momento aquisitivo da titularidade ao direito ao recesso e que é titular da mesma quantidade de ações no momento de seu exercício (e manifesta interesse em exercê-lo) fosse privado desse direito";
- g. "fazê-lo é procurar restringir o direito essencial do acionista que, como visto, por sua própria característica de direito essencial não está sujeito a interpretação restritiva. Fazê-lo é atentar contra o interesse da própria companhia, cujas ações não terão circulação no mercado secundário";
- h. "mas não é só. Como se verá abaixo, fazê-lo implica desrespeito ao próprio direito de propriedade dos titulares das ações";
- i. "outro aspecto importante e de certa forma correlacionado aos princípios discutidos (...) é o do direito de propriedade das ações. A garantia da propriedade seria de fato fortemente ameaçada se não for fixada em um determinado momento";
- j. "primeiro por uma razão legal. Atente-se ainda uma vez para a redação do artigo 137, parágrafo 1º da lei societária, cuja íntegra vale transcrever:"

"§ 1º O acionista dissidente de deliberação da assembleia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior"

- k. "referindo-se o artigo ao "acionista que comprovadamente for titular" das ações na data da Assembleia ou publicação do fato relevante, garante-se um direito decorrente da propriedade ou titularidade em um momento específico. Exigir a titularidade em outro momento (bem entendido, que não seja o do exercício da retirada, também previsto em lei – artigo 137, inc. IV e V) implica desrespeito a garantia constitucional da propriedade – artigo 5º, inciso XXII, CF";
- l. "mas não é só. Na medida em que, como visto, negar direito de recesso a acionistas leva a descumprimento de direito essencial a eles assegurado e leva a restringir o colégio de acionistas chamado a se manifestar "indiretamente" sobre a deliberação, afetando negativamente o interesse social da companhia, essa exigência descumpra também o princípio da função social da propriedade (CF, artigo 5º inciso XXIII). Como sabido, tal princípio, em matéria de propriedade de ações, exige que a titularidade das ações e do poder empresarial, seja usado não para restringir direitos e descumprir o interesse social, mas no interesse de todos os afetados pela atividade da empresa, inclusive acionistas minoritários (artigo 116, parágrafo único da lei das sociedades anônimas)";
- m. "essa última observação ajuda a revelar uma segunda razão, dogmático-sistemática, para a tese aqui defendida. Já de há muito a propriedade não é e não pode ser entendida como um direito unitário, mas como uma variada gama de direitos, que podem ser seccionados. Mais recentemente passou a doutrina a identificar na propriedade não um direito unitário, mas sim um feixe de direitos. Esse feixe de é – e sempre foi, aliás, desde a clássica propriedade romana – objeto de atribuição e diversos titulares (imaginem-se o usufruto ou o direito de uso) e de gozo em diferentes momentos no tempo";
- n. "assim, mesmo do ponto de vista dogmático, inexistente óbice a distinção temporal entre a atribuição de um direito (recesso) ao titular da propriedade em um determinado momento e a transmissão da propriedade em um momento subsequente a outro titular. Basta que o titular do direito de recesso, cumprindo os requisitos da lei (e não mais que eles), tenha a propriedade no momento da aquisição do direito e no momento do seu exercício, que a ele será devido o pagamento do recesso";

Análise do caso concreto

- o. "o caso concreto retrata à perfeição muitas das situações descritas acima. Os Consultores narram que no dia anterior à publicação do fato relevante dando conta da operação TMAR, tinham uma determinada quantidade de ações. Alienaram parte delas por diversas razões após essa data, inclusive por acreditar no seu bom direito (ora reafirmado) ao aliená-las";
- p. "recomprou-as todas em data posterior e agora pretende exercer o recesso pela quantidade total";
- q. "a situação dos Consultores é espelho de prática comum no mercado. Daí porque o resultado da tese pretendida pela TMAR preocupa não apenas pelos resultados particulares em relação aos Consultores, mas ainda mais pelos efeitos sobre o mercado como um todo. Um primeiro resultado da tese pretendida pela TMAR é que não será atribuído direito de recesso a grande parte dos titulares de ações da companhia. Isso porque, a ser adotada a tese por ela defendida, não resguardada por qualquer dispositivo legal, só os acionistas titulares de ações em 23.05.11 e que não venderam uma de suas ações sequer até o dia do exercício do recesso – ainda não fixado, por não ter sido convocada, na data da elaboração desse trabalho, Assembleia Geral para aprovar a operação – terão direito ao recesso";
- r. "do ponto de vista teleológico, isso significa que um número grande de acionistas que não preenchem esse requisito não terão direito a recesso. O primeiro efeito é a falta de participação desses acionistas no "voto indireto" sobre a operação e o conseqüente não cumprimento do interesse social em seu sentido organizativo. O segundo efeito indireto, mas não menos importante é que, aceita tal tese, a liquidez de ações após anúncio de operações societárias será tremendamente diminuída. Ninguém mais sentir-se-á seguro em vendê-las mesmo que para comprá-las mais à frente. Essa falta de liquidez que pode ser facilmente interpretada como desaprovação pelo mercado das operações, pode colocar as próprias operações que se pretende realizar em sério risco – pois nenhuma companhia aberta minimamente comprometida com os investidores tende a levar adiante operações claramente desaprovadas pelo mercado acionário. A tese defendida pela TMAR tem portanto um poderoso efeito "boomerang", podendo voltar-se contra as próprias companhias e a viabilidade de suas operações";
- s. "mas não é só. Do ponto de vista lógico-dogmático a tese também parece não fazer sentido. Com efeito, exigir a titularidade contínua de ações é incompatível com o caráter fungível desses títulos hoje em dia. Vendidos por operações eletrônicas, muitas vezes desmaterializados (prescindindo da cédula), o que importa é a quantidade de títulos de que o agente é titular. Se isso é verdade, como tratar, por exemplo, a situação de investidor que no mesmo momento vendeu títulos e recomprou-os na mesma quantidade. A seguir a risca o raciocínio (ilógico) da TMAR não teria seu titular direito de recesso nem por uns nem pelos outros. Do ponto de vista do direito material ora defendido, muito ao contrário pouco importa a cédula em si, mas a quantidade detida no momento da aquisição do direito e no momento do exercício";

- t. portanto, "para a aquisição do direito de recesso basta a titularidade de ações na data da publicação do fato relevante objeto da deliberação. Para seu exercício é suficiente a titularidade (propriedade) da mesma quantidade de ações no prazo de 30 dias cotados da Assembléia Geral que aprovar a deliberação objeto de recesso. Não é necessária nem exigível a propriedade contínua das ações no interregno entre a data de aquisição do direito de recesso e seu período de exercício"; e
- u. "desde que [os consulentes] tenham readquirido essas ações antes do prazo de exercício de recesso, (o que relatam os Consulentes terem feito), têm eles pleno direito ao exercício do recesso pela quantidade total das ações. A razão é a previsão expressa do artigo 137, parágrafo primeiro da lei das S.A. que ao dar aplicação a direito essencial de acionista (artigo 109) não pode ser objeto de interpretação restritiva".

Considerações GEA-4

Inicialmente, cabe ressaltar que a questão já foi analisada no âmbito do Processo CVM n° RJ-2011-13464, que tratou de questionamento relativo aos acionistas que seriam destinatários do direito de recesso na operação em tela, nos casos em que tivessem sido realizadas operações de empréstimo de ações, tanto antes como depois do anúncio da operação.

Naquele processo, a SEP se manifestou, por meio do RA/CVM/SEP/GEA-4/N°82/11, de 20.12.11, e do MEMO/CVM/SEP/GEA-4/N°170/11, de 21.12.11 (cujas cópias seguem às fls. 32/41 e 42), no sentido de que:

- a. nos contratos de empréstimos de ações em aberto no dia 23.05.11 (data do fato relevante que anunciou a operação), são os tomadores das ações, e não os doadores, os possuidores do direito de retirada, na incorporação das ações de emissão de Telemar Norte Leste S.A. pela Coari Participações S.A., desde que mantenham sua posição de titulares das ações até a deliberação assemblear; e
- b. os detentores de ações de emissão da Telemar Norte Leste S.A. que efetuaram o empréstimo de suas ações em data posterior a 23.05.11 não teriam direito de retirada, no âmbito da referida operação.

Não obstante, considerando a natureza da matéria, foi solicitada ainda a manifestação da PFE-CVM sobre o assunto, inclusive sobre a necessidade de se manter ininterruptamente a propriedade das ações, do anúncio da operação até o efetivo exercício do direito de recesso, para fazer jus ao direito, conforme divulgado pela Companhia.

Por meio do MEMO n°013/2011/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, de 09.01.12, a PFE-CVM manifestou concordância com o mencionado entendimento da SEP e, com relação ao requisito de propriedade ininterrupta das ações, se posicionou no sentido de que "*o direito de recesso estará limitado àquelas ações detidas na data da divulgação do fato relevante e, ademais, mantidas em sua propriedade até o momento do exercício do direito (de forma ininterrupta)*" (fls. 43/57).

Feitas tais considerações iniciais, cabe ressaltar que, a meu juízo, os argumentos trazidos pelos reclamantes não têm o condão de alterar o entendimento descrito acima, pelas próprias razões em que se fundamenta.

Adicionalmente, convém destacar que o direito de recesso tem por finalidade abrir uma porta de saída ao acionista que, diante de uma alteração significativa na vida social da Companhia (entre as hipóteses expressamente previstas na Lei n° 6.404/76), não concorde com essa alteração, nos casos em que essa ação não possui liquidez e dispersão nos termos do art. 137, II, da LSA.

Nota-se que esse direito visa a conferir proteção ao acionista que, descontente com a alteração e não podendo reprová-la em assembleia, não conte com mercado suficientemente líquido para se desfazer do investimento sem ter que desvalorizar suas ações para aliená-las.

Partindo dessa finalidade, verifica-se que existe um pressuposto implícito para a concessão do direito, que consiste no fato de o acionista ter adquirido as ações da companhia e, em dado momento, ser surpreendido com o anúncio de determinada operação, que não pôde – por ainda não ter sido divulgada ou até mesmo estruturada – ter sido levada em consideração quando da elaboração da aquisição do investimento.

A partir daí, uma vez diante da modificação relevante e não satisfeito com seus termos e, ainda, não havendo saída via mercado nos termos requeridos pelo art. 137, II, da LSA, tem esse acionista o direito ao recesso, nos termos da Lei n° 6.404/76.

No caso concreto, o reclamante entende, com base no parecer apresentado, que não há base legal para que se exija a propriedade ininterrupta das ações para a concessão do direito. Ressalta-se que, objetivamente, foram trazidos dois argumentos para defender a tese dos reclamantes: (i) o texto do §1° do art. 137 da LSA não contém essa exigência explícita (propriedade ininterrupta), e (ii) no caso de prosperar a exigência, estar-se-ia impondo limitação à livre circulação das ações, em eventual oposição ao que estabelece, a *contrario sensu*, o art. 36 da LSA.

Embora não haja, de fato, comando explícito sobre a necessidade de se manter a propriedade ininterrupta das ações para fazer jus ao recesso, essa interpretação decorre da própria finalidade do dispositivo, conforme detalhada anteriormente.

Uma porque aquele acionista que alienou suas ações após o anúncio da operação se desfez do papel via mercado, ainda que tais ações não tivessem liquidez e dispersão nos termos da Lei n° 6.404/76, do que se depreende que tais ações, no entanto, possuíam liquidez suficiente para que o acionista pudesse aliená-las por valor que entendeu conveniente.

Outra porque, uma vez tendo se desfeito das ações, as adquiriu novamente sabendo da alteração proposta, de forma que, naquele momento, possuía todos os elementos necessários para fazer seu juízo de valor sobre o investimento, não estando mais presente o pressuposto da ulterior alteração relevante.

Nota-se claramente que não foi esse acionista que a Lei n° 6.404/76 buscou tutelar quando instituiu o direito de recesso. Não obstante, considerando o valor do recesso no caso concreto, notoriamente atrativo economicamente, mostram-se presentes as justificativas para terem sido trazidas à baila discussões como esta.

No que tange à eventual restrição à livre circulação das ações, há que se ressaltar que esse argumento, de fato, faz sentido no caso concreto, uma vez que o acionista que pretende exercer o direito de retirada tem de se abster de negociar suas ações até o efetivo exercício do direito de recesso e, no caso, ocorre um lapso temporal significativo desde o anúncio da operação (23.05.11), sem que tenha havido a convocação da AGE para deliberar a matéria.

No entanto, esse argumento deve ser avaliado para além das peculiaridades do caso concreto, tendo em mente a finalidade precípua do instituto e as situações para as quais foi instituído.

Em regra, o lapso temporal não é extenso como se observa no caso concreto, razão pela qual esse aspecto, em princípio, não deve ter peso significativo em uma interpretação que se aplica à regra geral. Nesse sentido, cabe ressaltar que a operação de que se trata envolve uma complexidade relevante, tendo em vista o número de companhias envolvidas e seus diversos contornos, cumprindo destacar que, a princípio, não se vislumbra atraso injustificado na consecução da operação.

Cumpra destacar, nessa linha, que, caso eventualmente se verificasse que a operação estaria sendo atrasada injustificadamente, notadamente com o intuito de os acionistas negociarem suas ações e a companhia incorrer em menos custos com o recesso, seriam apuradas as responsabilidades por essa conduta.

Além disso, o direito de recesso foi criado, conforme já demonstrado, para aqueles acionistas cujas ações não gozam de liquidez e dispersão no mercado, de modo que essas ações, via de regra, já não contam com nível elevado de negociação e, por isso mesmo, seus detentores fazem jus ao direito.

Alegar que o direito de recesso, nas condições ora defendidas, estaria limitando a circulação das ações significa subverter a ordem lógica da questão. Em verdade, é a limitação da circulação que, entre outras condições, dá causa ao direito de recesso, justamente em razão dessa limitação prejudicar a saída do papel via mercado.

A situação que ora se discute só vem a tona em razão das peculiaridades do caso concreto, uma vez que, novamente em contraposição à regra geral, as ações PNA de emissão de TMAR, embora não integrem índices admitidos à negociação em mercados futuros, possuem liquidez considerável (quase R\$ 8 milhões de volume com cerca de 542 negócios por dia, em média, nos noventa dias anteriores ao anúncio da operação - fls. 58/62).

Sendo assim, não parece razoável entender que a necessidade de propriedade ininterrupta das ações estaria limitando a livre circulação, a negociação é uma opção do acionista, que a realiza conforme sua decisão de (des)investimento. Caso entenda conveniente não alienar suas ações para exercer o recesso, isso é uma opção sua, não uma imposição da Companhia.

Além disso, considerando as características específicas do caso, não seria razoável, nem prudente, considerá-las com peso significativo para a interpretação de instituto aplicável em operações, em regra, com características bem distintas das presentes no caso concreto.

Ademais, cumpre destacar que a tese defendida pelos reclamantes, caso prosperasse, poderia causar distorções de mercado indesejáveis. Isto porque, vislumbrando a hipótese trazida, aqueles acionistas que detivessem ações na data do anúncio da operação e as alienassem posteriormente, quando adquirissem novamente as ações da companhia no mercado, estariam negociando de forma não equitativa com os demais participantes do mercado. Esse acionista teria um direito, uma vantagem econômica no caso, que o alienante não teria, ou seja, seria uma negociação em que as partes não estariam em pé de igualdade de condições.

No caso concreto, nota-se que aquele acionista que teria o direito – isto é, aquele que compunha a base acionária na data do anúncio – estaria disposto a pagar um valor acima daquele que os demais estariam dispostos a pagar, justamente porque teria um direito que os outros não.

Além da negociação em condições desiguais, no caso em análise, a hipótese poderia causar, em tese, um aumento artificial do preço do papel nas proximidades da realização da assembleia, tendo em vista que, considerando a diferença significativa entre o valor do recesso e a cotação das ações, os acionistas que teriam direito ao recesso estariam dispostos a comprar o papel por valor superior ao praticado no mercado em razão do benefício econômico que teriam com o recesso e da possibilidade de realização de arbitragem.

Conclusão

Por todo o exposto no presente memorando, e considerando a manifestação da PFE-CVM exposta no MEMO n° 013/2011/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, de 09.01.12, entendo que, tendo em conta sua finalidade e o bem jurídico que o instituto do direito de recesso buscou tutelar, no caso concreto, diante das informações disponíveis até o momento, não seria passível de correção o entendimento da Companhia, no sentido de exigir a propriedade ininterrupta das ações de sua emissão, desde o anúncio da operação, para que seu acionista esteja habilitado a exercer o direito de recesso.

Isto posto, em que pese se tratar de reclamação de investidor, mas considerando as peculiaridades que contornam o caso, sugiro que esta própria Superintendência comunique o entendimento aqui contido, nos termos da minuta de ofício às fls. 63/64.

Atenciosamente,

Marco Antonio Papera Monteiro
Gerente de Acompanhamento de Empresas – 4

Em exercício

De acordo,

À GEA-4,

Jorge Luis da Rocha Andrade
Superintendente de Relações com Empresas

Em exercício