

ASSUNTO: Recurso contra entendimento da SEP

Telemar Norte Leste S.A.

Processo CVM nº RJ-2012-1312

Senhor Gerente em exercício,

Trata-se de recurso protocolizado nesta Autarquia em 06.02.12 (fls. 85/99), apresentado por Dynamo Administração de Recursos e Dynamo Internacional Gestão de Recursos Ltda. (conjuntamente "Dynamo" ou "Recorrente"), contra o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas manifestado por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº034/12, de 02.02.12 (fls. 64/66).

Do Entendimento da SEP

2. Convém transcrever o teor desse ofício, em que consta o entendimento da SEP ora recorrido:
 - a. "referimo-nos à reclamação protocolizada por Dynamo Administração de Recursos e Dynamo Internacional Gestão de Recursos Ltda., em 01.02.12, 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, mesmo que essa propriedade tenha sido transferida em virtude de operações de empréstimo de ações";
 - b. "inicialmente, informamos que a questão já foi analisada por esta Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), no âmbito do Processo CVM nº RJ-2011-13464, cabendo ressaltar que os argumentos trazidos não são capazes de sustentar eventual modificação no entendimento da SEP";
 - c. "nesse sentido, destacamos que, a princípio, o direito de recesso de que trata o art. 137, §1º, da Lei nº 6.404/76 tem por finalidade conferir um meio de saída ao acionista que, diante de uma alteração significativa na vida social da Companhia (entre as hipóteses expressamente previstas na Lei nº 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, dessa Lei";
 - d. "desse modo, considerando essa finalidade, no entendimento da Superintendência de Relações com Empresas, em que pesem os argumentos colacionados aos autos do processo em referência, 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";
 - e. "além disso, especificamente no que tange às operações de empréstimo de ações, considerando que, no âmbito dessas operações, ocorre a efetiva transferência da propriedade das ações":
 - i. "nos contratos de empréstimos em aberto no dia 23.05.11 (data do fato relevante que anunciou a operação), seriam 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
 - ii. "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 dessa operação";
 - f. "cumpre registrar que, ao contrário do alegado, esse entendimento não se trata de nova interpretação da SEP sobre a matéria, uma vez que no item 27.4 do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº004/11, de 15.03.11, esta Superintendência não se manifestou sobre as consequências relativas ao exercício do direito de recesso nos casos em que tenham sido realizadas operações de empréstimo de ações, pelo que, a nosso ver, não há que se falar em afronta ao princípio da segurança jurídica em razão do mencionado entendimento";
 - g. "além disso, não foi identificado respaldo legal para sustentar a tese trazida no sentido de que deveria ser considerada a data do fato relevante que divulgou o valor de reembolso como a data a partir da qual o acionista deveria manter a titularidade ininterrupta da ação para fazer jus ao direito de recesso, uma vez que não há no art. 137, §1º, da Lei nº 6.404/76 exigência de que o fato relevante objeto da deliberação informe o valor de reembolso"; e
 - h. "não obstante, tendo em vista que o mencionado Processo CVM nº RJ-2011-13464 encontra-se no Colegiado desta Autarquia para apreciação de recurso apresentado sobre a questão, informamos que cópia da sua reclamação será enviada ao Diretor Relator, para que os argumentos trazidos sejam considerados na decisão sobre aquele recurso".

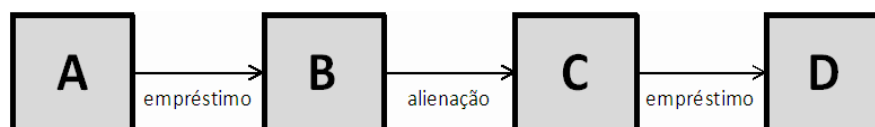
Do Recurso Apresentado

3. Inicialmente, ressalta-se que, além do ofício supramencionado, a Recorrente também teve acesso à análise da SEP consubstanciada no RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº82/11, de 20.12.11 (fls. 21/30), e no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº170/11 de 21.12.11 (fl. 31) – com a qual a PFE-CVM manifestou sua concordância por meio do MEMO nº13/2011/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, de 09.01.02 (fls. 32/46) – bem com à análise contida no MEMO/CVM/SEP/GEA4/Nº023/12, de 02.02.12 (fls. 50/63), por meio de vista dos autos do presente processo e do Processo CVM Nº RJ-2011-13464, ocorrida em 03.02.12 (fls. 79 e 83).
4. O presente recurso traz críticas à análise da SEP e da PFE a respeito das consequências do empréstimo de ações no que tange ao direito do recesso dos acionistas da TMAR, no âmbito da incorporação das ações desta sociedade pela Coari Participações S.A.. Nos parágrafos a seguir, serão feitas considerações sobre tais críticas.
5. A Recorrente não nega que o empréstimo de ações representa um contrato de mútuo. Neste, o direito real da propriedade da ação efetivamente é transferido para o tomador, que, perante a companhia emissora, será o novo titular do valor mobiliário e beneficiário de todos os direitos advindos de sua titularidade. Entretanto, o tomador assume, contratualmente, a obrigação de efetuar ao doador pagamentos equivalentes aos benefícios recebidos.
6. Entretanto, a Dynamo afirma que, como a transferência de propriedade no empréstimo de ações se reveste de um caráter de instrumentalidade (só existindo para possibilitar a consecução do objeto do contrato) e o *animus* das partes no empréstimo de ações é bem diferente daquele

observado no contrato de compra e venda, esta transferência de domínio ocorrida no empréstimo de ações deveria possuir efeitos diversos daquela da compra e venda, no que tange à perda do direito de recesso. Enquanto a venda acarretaria a perda desse direito, o empréstimo não teria esse efeito.

7. Apesar de concordar que existem intenções diferentes entre os contratos de empréstimo e de compra e venda (como já assinalado nas análises desta Superintendência), a SEP entende que, por ocorrer a transferência de propriedade das ações no empréstimo, não há como estabelecer, no arcabouço jurídico atual, diferenciações ou mitigações nos efeitos dessa transferência, na esfera societária.
8. Regra geral, o tomador das ações em um empréstimo as aliena, apostando em uma queda dos preços. Assim, sem a efetiva transferência de propriedade, a execução de tal objetivo pelo tomador não seria viável.
9. Entendo que, juridicamente, não é possível estabelecer distinções para esta transferência de propriedade, independente do *animus* das partes. Não é coerente afirmar que a propriedade é transferida para todos os efeitos (direito de voto, direito de receber proventos, direito de poder dispor da ação), mas apenas em relação ao direito de recesso haveria uma exceção, não tendo esta transferência efeitos perante a Companhia (que é quem arca com o pagamento do recesso).
10. A Recorrente afirma que " *se a transferência instrumental de titularidade se equipara à efetiva transferência de propriedade, independentemente do animus, razão não haveria para que a lei tratasse distintamente o mútuo da compra e venda* ". Ora, a lei trata ambos os contratos de forma diferente justamente pela finalidade específica de cada um. Mas a diferença no tratamento não se dá pela mitigação do direito real de propriedade ou pela desconsideração da transferência desse direito. O tratamento diferenciado é feito pela presença de elementos diferenciadores dos contratos, exigindo que, por exemplo, no mútuo o mutuário seja " *obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade*" (art. 586, CC), o que não ocorre na compra e venda.
11. Essa diferença entre os negócios jurídicos tem impacto direto no preço de cada contrato. Enquanto na alienação o vendedor exige o valor integral do bem, no mútuo (seja de ações ou de outros bens fungíveis) o valor acordado corresponde a uma taxa de juros, pois o bem dado em empréstimo deverá retornar ao doador, findo o contrato.
12. A Recorrente utiliza esse argumento para tentar afastar o entendimento da SEP de que o tomador detém o direito de recesso, se mantiver as ações desde o fato relevante até a assembléia. Nas palavras da Dynamo, " *se poderia cogitar de hipótese de enriquecimento sem causa* " do tomador.
13. Com a devida vênia, não procedem as alegações da Recorrente. O tomador, como já visto, é obrigado a restituir ao doador as ações tomadas em empréstimos, ao cabo do prazo contratual. Caso tal restituição não seja possível (no caso, porque as ações tomadas teriam sido reembolsadas pela Companhia, via recesso), o contrato de empréstimo de ações, conforme consta do Item 6 dos Procedimentos Operacionais da CBLIC, prevê a liquidação financeira do contrato.
14. Assim, o tomador não ficaria com a diferença entre o valor do recesso e a comissão do contrato (o que se aproximaria da hipótese aventada de enriquecimento sem causa), mas deveria pagar ao doador o equivalente ao valor das ações tomadas em empréstimo, caso não pudesse devolvê-las.
15. É importante ressaltar, contudo, que os regulamentos que cuidam do empréstimo de ações atualmente não contemplam a questão do direito de recesso (acreditamos que, se o fizessem, não haveria a atual celeuma sobre a matéria). Os critérios de apuração do valor de liquidação financeira são baseados em cotações de mercado, e não no valor pago a título de recesso (no caso em tela, a diferença entre eles é significativa).
16. Todavia, essa problemática não muda o entendimento desta Superintendência sobre a questão. A Companhia não pode ser afetada por um contrato entre terceiros, do qual não faz parte. Controvérsias e lacunas deste contrato deverão ser objeto de discussão entre os signatários, não perante à Companhia.
17. Isso remete aos comentários já feitos na análise da SEP (RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 82/11), de que há " *uma falha de comunicação entre os prestadores do serviços de empréstimo de ações (as corretoras) e o público em geral. Entendo que a natureza do empréstimo de ações (que envolve a perda, ainda que temporária, da titularidade das ações) e, principalmente, suas implicações práticas e riscos envolvidos, deveriam ser transmitidos corretamente e de forma transparente aos investidores*".
18. Acredito, entretanto, que as conseqüências de nosso entendimento, já corroborado pela PFE, não serão tão nefastas ao instituto do empréstimo de ações como prevê a Dynamo. O mais provável é que o "preço" do contrato seja ajustado naturalmente pelas forças de mercado, embutindo o risco que antes não estava tão explícito, ou que novas regras venham ser adicionadas aos contratos para contemplar a questão do direito do recesso (ou ambos).
19. A Recorrente faz ainda críticas a respeito do "fenômeno de multiplicação do direito de retirada" constatado pela SEP, caso se entendesse que o empréstimo de ações não configurasse a transferência de propriedade. Para tornar mais clara tal discussão, transcrevo os trechos do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 82/11 neste sentido:

"34. Um entendimento diverso poderia resultar em uma situação inusitada. Por exemplo, é possível imaginar um cenário onde um acionista A, proprietário de uma ação emitida por companhia aberta, ingresse em um empréstimo de ações e doe sua ação ao investidor B. Este, por sua vez, vende (em caráter definitivo) a ação emprestada, no mercado, ao investidor C, que, em seguida, empresta sua ação ao investidor D. Na data de anúncio de uma operação societária na qual é previsto direito de recesso, os dois empréstimos de ações encontram-se em aberto. O esquema a seguir resume a situação hipotética:



35. Na situação descrita, teríamos, para apenas 1 ação, como "proprietários" (no sentido leigo da expressão), 2 investidores (A e C), sendo que B e D seriam tomadores em empréstimos de ações. Se o direito de retirada fosse outorgado aos "proprietários" A e C, criar-se-ia uma obrigação para a companhia de resgatar a mesma ação duas vezes (ou mais, se houvesse no exemplo outras operações de empréstimo em seqüência), em um fenômeno de multiplicação do direito de retirada, o que não faz sentido."

20. De acordo com a Dynamo, " *esse raciocínio "peca na partida", uma vez que, por meio do empréstimo das ações, o doador original não deixou de ser o titular das ações (...), pelo que a seqüência das operações não importaria na transferência efetiva da propriedade das ações (...), mantidas as ações (detidas pelo doador ao tempo da publicação de anúncio de fato relevante...) no patrimônio do doador, que somente as emprestou*".

21. Entretanto, a própria Dynamo se contradiz, ao afirmar, em seguida, que " caso (...) a transferência instrumental da titularidade do doador (Investidor A) para o tomador (Investidor B) tivesse ocorrido previamente à publicação do anúncio de Fato Relevante ou do edital de convocação, de sorte que nesse momento (...) as ações se encontrassem já transferidas ao tomador (Investidor B) e esse (Investidor B), também previamente à publicação do anúncio de Fato Relevante ou do edital de convocação, houvesse alienado as ações ao Investidor C, o direito de recesso se encontraria na esfera de exercício do Investidor C e não mais na esfera de exercício do Investidor A. Dessa forma, também não se confirmaria o fenômeno da multiplicação do recesso".
22. Ou seja, a Dynamo afirma que o doador (A) não perde a propriedade da ação doada, mantendo o direito ao recesso, porém caso o tomador (B) venda a ação tomada a terceiro (C), o recesso será desse terceiro. Nessa visão, o que acontece com o direito do primeiro "proprietário" (A), tendo em vista, conforme a própria Dynamo entende, que o "direito de recesso é personalíssimo"? Ele o perde porque o tomador transferiu as ações? Não faz sentido.
23. Aparentemente, a Recorrente confunde aspectos operacionais com aspectos jurídicos. No entender da Dynamo, não haveria a multiplicação do direito de recesso porque as ações, no momento de exercício de tal direito, vão estar apenas com um investidor, que irá entregá-las à Companhia em troca do valor de reembolso. Enquanto operacionalmente isso pode ser passível de execução, juridicamente o raciocínio não se sustenta. Não é correto afirmar, sob o aspecto do Direito, que ambos os doadores do exemplo acima (A e C) possuem direitos personalíssimos de recesso em face da Companhia, mas apenas um deles vai poder exercer tal direito, pois apenas um deles deterá as ações (caso as mesmas lhe sejam restituídas antes do momento do exercício). E como ficaria a situação do outro, que ainda possuiria o direito, mas teve seu exercício frustrado? Haveria a multiplicação de detentores de direitos, porém apenas um detentor, não por razões jurídicas, mas por questões operacionais, poderia exercê-lo.
24. O que é coerente, do ponto de vista jurídico, é que a propriedade é transferida no mútuo, como expressamente afirma nosso ordenamento legal. Assim, o titular do direito de recesso será o titular das ações no momento de seu exercício, seja proprietário ou tomador (caso tenha mantido a titularidade desde a data do fato relevante ou edital de convocação da AGE).
25. Para justificar sua posição, a Recorrente argumenta ainda que a Receita Federal " diferencia a aquisição de ações da recuperação da titularidade de ações ocorrida após a conclusão de operação de empréstimo de ações, ao prever que a liquidação com a devolução de ações da mesma espécie, classe e companhia não constitui fato gerador do imposto sobre ganho de capital".
26. Ora, é razoável que seja feita essa diferenciação para fins de apuração de imposto de renda. É claro que não há ganho de capital no empréstimo, em relação a transferência do principal. O doador deu 'x' ações em empréstimo e, findo o contrato, receberá o mesmo número 'x' de ações. O que é tributado neste contrato será, nos termos do art. 58 da Instrução Normativa RFB nº 1.022/10, a "remuneração auferida pelo prestador nas operações de empréstimo de ações (...) de acordo com as disposições previstas para as aplicações financeiras de renda fixa".
27. Isto não significa que a Receita Federal entenda que não há transferência de propriedade no empréstimo de ações, ou no mútuo em geral. Significa apenas que algumas operações possuem efeitos fiscais diferenciados, pela natureza ou estrutura delas.
28. Além disso, é importante mencionar que há diversos exemplos de transações ou atos jurídicos em que há regras e abordagens diferentes para fins fiscais e para outros fins. Um exemplo atual e próximo de nossa realidade é o de que as regras societárias/contábeis de apuração de resultado não se confundem com as regras fiscais, o que não significa que haja uma controvérsia sobre a natureza das operações ou negócios contabilizados, mas apenas que tais negócios recebem tratamento diferente nas diferentes esferas.
29. Outro argumento da Recorrente que merece comentários adicionais é o de que, no caso concreto, o marco inicial para a verificação de quem possui o direito de recesso, nos termos do parágrafo 1º do art. 137 da Lei nº 6.404/76, não seria o Fato Relevante de 24.05.11, que anunciou pela primeira vez os principais termos da reorganização societária, mas o Fato Relevante de 23.11.11, que divulgou o laudo contendo o valor econômico a ser considerado no reembolso das ações de TMAR. Nas palavras da Dynamo, somente nesta última data "é que restaram prestadas as informações tão necessárias à tomada de decisão refletida".
30. Também este argumento não deve prosperar. Apesar de representar, sob o ponto de vista estritamente financeiro, uma informação importante para a tomada de decisão de cada acionista, o valor de reembolso, em nosso entender, não representa uma informação que pertence à deliberação que será tomada em assembleia de acionistas.
31. Em outras palavras, o que está sendo deliberado é uma operação específica (no caso, uma incorporação de ações). É o mérito dessa operação, para a companhia, seus acionistas e outros *stakeholders*, que será deliberado em assembleia. Como base nessa análise de mérito, o acionista deverá aprovar ou rejeitar determinada operação. Assim, ele precisa de informações, sobre a operação em si, que o permitam tomar tal decisão.
32. Entendo que o valor do recesso não é uma delas. Uma incorporação de ações não é boa ou ruim porque o valor do recesso de quem dissentir da mesma é maior ou menor. Isto serviria para desvirtuar o intuito do recesso, que não é o de buscar uma forma de obtenção de ganhos financeiros para os acionistas, às custas da companhia, mas apenas um meio do acionista deixar a sociedade, quando não concordar com decisão relevante tomada pela maioria dos outros sócios.
33. Vale mencionar que o critério de apuração do valor de recesso pelo valor econômico encontra-se determinado no Estatuto Social da Companhia, sendo uma informação já conhecida antes mesmo do anúncio da reorganização societária. Além disso, o próprio Fato Relevante de 24.05.11 já trazia expressamente tal informação.
34. Assim, a meu ver, o Fato Relevante de 23.11.11, que divulgou o valor econômico a ser considerado no reembolso das ações de TMAR, não trouxe informação necessária para a avaliação do mérito da incorporação de ações em questão, não impactando as datas para determinação dos detentores do direito de recesso, nos termos do parágrafo 1º do art. 137 da Lei nº 6.404/76.

Da Conclusão

Diante de todo o exposto, **entendo que não merece reparo o entendimento da SEP** contido no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº034/12, de 02.02.12, devendo ser mantido pelos seus próprios fundamentos, conforme constam dos mencionados relatório de análise e memorandos, razão pela qual sugiro o envio do presente processo à SGE, para encaminhamento ao Colegiado para deliberação, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03.

Atenciosamente,

Dov Rawet

Analista GEA-4

ASSUNTO: Recurso contra o entendimento da SEP

Processo CVM nº RJ-2012-1312

Dynamo Administração de Recursos

Dynamo Internacional Gestão de Recursos Ltda.

Senhor Superintendente,

Trata-se de recurso protocolizado nesta Autarquia em 06.02.12 (fls. 85/99), apresentado por Dynamo Administração de Recursos e Dynamo Internacional Gestão de Recursos Ltda. (conjuntamente "Dynamo" ou "Recorrente"), contra o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas manifestado por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 034/12, de 02.02.12 (fls. 64/66).

O recurso foi analisado por meio do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 06/12, de 09.02.12 (fls. 106/112), que concluiu pela manutenção do entendimento da SEP, pelos próprios fundamentos que o sustentam.

A respeito, informo que estou de acordo com a análise e conclusão contida no referido relatório.

Adicionalmente, julgo pertinente tecer alguns comentários sobre a tese trazida pela Dynamo, notadamente quanto ao seu entendimento de que deveria ser considerado o fato relevante de 23.11.11, em razão de, somente naquela data, ter sido divulgado o valor de reembolso aos acionistas dissidentes da operação.

Sustenta a Dynamo que "*não é crível que um acionista possa tomar uma decisão informada com defasagem de 6 (seis) meses ou mais, quando somente os contornos da operação cogitada são conhecidos. Nessas situações, para os fins do recesso, o marco inicial haveria de ser o anúncio de Fato Relevante que contivesse todos os elementos necessários aos acionistas para a tomada de decisão informada*".

E continua sua exposição concluindo que "*no caso concreto, o marco inicial deveria ser o Fato Relevante publicado em 23/11/2011, quando foi divulgado o laudo contendo o valor econômico a ser considerado no reembolso das TMAR5. A partir desse marco inicial, seria, então, considerada a ininterruptividade. Requisito esse os Fundos Dynamo também preenchem*".

No entanto, conforme comentado no relatório, parece que os reclamantes confundem questões operacionais de mercado com o bem jurídico objeto da decisão desta Superintendência, talvez conduzidos por finalidades diversas daquelas que o art. 137, §1º, da LSA buscou resguardar.

Segundo a Dynamo, o valor do recesso seria essencial para que os gestores tomassem uma decisão informada sobre a condução de seus investimentos, notadamente quanto à opção de manter o papel em carteira para exercer o recesso ou negociá-los, seja via alienação seja por meio de mútuo.

Embora esta seja uma prática de mercado, talvez até o que se possa chamar de efeito colateral do recesso, o valor de reembolso jamais deveria ser considerado como pedra angular da decisão sobre a operação.

O direito de recesso é um remédio, um meio de resguardar aquele acionista que não tem poder de vetar uma operação que irá causar uma alteração significativa na vida social da companhia e, ao mesmo tempo, não goza de mercado líquido suficiente para se desfazer do papel via mercado sem experimentar subtração de valor no seu investimento.

Um remédio amargo do ponto de vista da Companhia, pois eventualmente poderá não ser levada a efeito determinada operação que representaria o seu interesse social, caso o dispêndio de recursos com o pagamento do recesso inviabilize sua sustentabilidade financeira e/ou a concretização do negócio.

Sem sombra de dúvidas, o direito de recesso é um direito essencial do acionista, de sorte que nem o estatuto nem a assembleia geral poderá privá-lo desse direito, nos termos da LSA. No entanto, a interpretação do instituto não pode privilegiar o interesse individual em detrimento do interesse da coletividade dos sócios, que, no caso, é representado pelo interesse social da companhia.

Menos ainda deverá ser interpretado tendo como base o seu efeito colateral, qual seja a decisão conduzida pela atratividade econômica do valor de reembolso, como sustenta a Dynamo, razão porque não há que se falar que esse valor representaria elemento essencial e necessário para uma tomada de decisão informada sobre a conveniência e oportunidade da operação, como tenta fazer crer a Recorrente.

Não é demais lembrar que o recesso não pode ser considerado um meio de auferir ganhos adicionais pelos acionistas e tampouco motivo de estratégia de conduta desses acionistas. Desvirtuar o instituto desse modo poderia trazer consequências indesejáveis do ponto de vista do desenvolvimento dos negócios das companhias, visto que, em determinados casos, poderia eventualmente representar acréscimos de barreiras à concretização de operações do seu interesse.

Conclusão

Isto posto, conforme mencionado no §3º, retro, entendo pela manutenção do entendimento desta Superintendência, pelo que **proponho o envio do presente processo à SGE**, para que seja encaminhado ao Colegiado para deliberação, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03.

Atenciosamente,

MARCO ANTONIO PAPERÀ MONTEIRO

Gerente de Acompanhamento de Empresas – 4

Em exercício

De acordo,

À SGE,

FERNANDO SOARES VIEIRA

Superintendente de Relações com Empresas