

ASSUNTO: Reclamação de Investidor/Público em Geral

Tele Norte Leste Participações S.A.

Processo CVM nº SP-2012-28

Senhor Superintendente,

Trata-se de reclamações protocolizadas por G5 Total Master Return Fundo de Investimento Multimercado ("G5") e Trieste II LLC ("Trieste" e, conjuntamente com G5, "Reclamantes"), em 30.01.12 e 31.01.12 respectivamente, na qualidade de acionistas da Tele Norte Leste Participações S.A. ("TNL" ou "Companhia"), a respeito de questões relativas ao direito de recesso por parte dos acionistas da TNL, no âmbito da reorganização societária envolvendo a Companhia e as demais empresas do Grupo Oi.

Vale ressaltar que a referida reorganização societária encontra-se atualmente em curso e é objeto de análise do Processo CVM Nº RJ-2011-6028, nesta GEA-4.

HISTÓRICO

Em **30.01.12**, a G5 protocolou reclamação na CVM, nos seguintes termos (fls. 01/25):

- a. "em 24 de maio de 2011, a TNL publicou fato relevante ("FR 24.05.2011") informando que seus controladores aprovaram que fosse orientado à administração da TNL, juntamente com outras empresas do grupo, a condução de determinados estudos e a adoção de procedimentos pertinentes visando uma reorganização societária do grupo, envolvendo, entre outros atos, a incorporação da TNL pela Brasil Telecom S.A.";
- b. "no que se refere à relação de troca que poderia ser submetida à assembleia, o FR 24.05.2011 indicou um parâmetro baseado na evolução das cotações anteriores àquela data, deixando claro, entretanto, que tal parâmetro seria "para fins meramente informativos" e "sem prejuízo do fato de que as relações de substituição serão objeto de negociação pelos comitês independentes", a serem estabelecidos na forma e para todos os fins previstos no Parecer de Orientação CVM nº 35.
- c. "conforme informado no FR 24.05.2011, aprovada a referida incorporação em assembleia geral de acionistas da TNL ("Assembleia Geral"), os acionistas dissidentes titulares de ações ordinárias da TNL teriam o direito de retirada";
- d. "estabeleceu ainda o FR 24.05.2011, que somente caberia direito de retirada com "relação às ações detidas ininterruptamente desde o encerramento do pregão do dia 23 de maio de 2011 até a data do efetivo exercício do direito de retirada", de forma que as ações adquiridas a partir do dia 24 de maio de 2011 não confeririam ao seu titular direito de retirada com relação à incorporação";
- e. "nesse contexto, abre-se aqui um parêntesis para registrar que no encerramento do pregão do dia 23 de maio de 2011, a participação do Fundo [G5] no capital da TNL consistia em 110.000 ações ordinárias, sendo que 89.540 ações de sua propriedade encontravam-se mutuadas no âmbito de programa de empréstimo de ações administrado pela Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia ("CBLC"), aprovado por esta Autarquia. Cabe ressaltar que o investimento mencionado acima foi mantido pelo Fundo até a presente data, de modo que este sempre esteve sujeito às variações patrimoniais decorrentes de tal investimento";
- f. "somente em 17 de agosto de 2011 a TNL divulgou novo fato relevante ("FR 17.08.2011"), no qual informou de maneira clara qual seria a relação de troca a ser submetida à Assembleia Geral quando da apreciação da incorporação da TNL pela Brasil Telecom S.A. Note-se que tal relação de troca, se aprovada na Assembleia Geral, seria menos vantajosa para os titulares de ações ordinárias da TNL do que o parâmetro anteriormente indicado no FR 24.05.2011";
- g. "finalmente, em 14 de novembro de 2011, a TNL divulgou comunicado ao mercado esclarecendo que apenas poderiam exercer o direito de recesso os titulares de ações em 23 de maio de 2011, independente da forma de aquisição de ações (se por empréstimo ou não), restando, portanto, subentendido que aqueles que estavam com suas ações mutuadas antes de 23 de maio de 2011, não teriam o direito de recesso";
- h. "é sabido que o direito de recesso, previsto no artigo 137 e seguintes da Lei 6.404/76 ("Lei das S.A."), constitui prerrogativa conferida ao acionista de se retirar da companhia mediante manifestação unilateral, pela qual obriga a companhia a adquirir suas ações, recebendo, assim, o valor de reembolso.
- i. "trata-se de um contrapeso ao princípio majoritário, consubstanciado na competência da assembleia geral, uma vez que confere ao acionista, que não votou favoravelmente a determinada deliberação, o direito de se retirar da sociedade";
- j. "conforme elucida Luiz Eduardo Bulhões Pedreira, o direito de retirada não pode ser privado nem pelo estatuto e nem pela assembleia geral. Por ser um direito conferido por norma cogente de ordem pública, classificado pela Lei das S.A. como um dos direitos essenciais do acionista, o recesso é uma prerrogativa intangível e inderrogável pelo estatuto ou pela assembleia geral, sendo, outrossim, irrenunciável e indisponível";
- k. "a atual concepção do direito de recesso é o resultado de uma série de mudanças realizadas tanto quando da passagem do Decreto-Lei nº 2.627/40 para a Lei das S.A., como em posteriores alterações nos dispositivos desta última, sendo a mais importante para o caso em tela, aquelas trazidas pela Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997 ("Lei nº 9.457") especificamente a retificação do quanto disposto no §1º do artigo 137";
- l. "estabelece o referido dispositivo legal que "o acionista dissidente da deliberação de assembleia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito a voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior."";
- m. "a grande mudança reside no fato de que anteriormente, o acionista tinha o direito de pedir o reembolso das ações de que fosse titular na data da assembleia geral. Tal sistemática permitia determinados abusos, uma vez que determinadas pessoas, tendo conhecimento das matérias que seriam votadas na assembleia geral, adquiriam ações da companhia com o único propósito de especular com o exercício do direito de retirada para auferir ganho à custa da companhia";

n. "esse é o mesmo entendimento da doutrina, aqui representada por Fran Martins":

""Segundo a proposição do projeto de lei, justificou-se esta última alteração como forma de coibir a indústria do recesso, porque, muitas vezes, as operações geradoras do direito de retirada são comunicadas ao mercado antes mesmo da convocação da assembleia."";

o. "conforme voto proferido por Wladimir Castelo Branco Castro":

""A Lei n° 9.457/97, ao alterar o § 1º do artigo 137 da Lei n° 6.404/76, estabeleceu que o acionista dissidente somente terá direito ao reembolso se já era, ao tempo da primeira publicação do edital de convocação da assembléia ou da comunicação do fato relevante sobre matéria ensejadora de recesso, acionista da companhia. Assim, me parece claro o intuito do legislador de evitar, nesse ínterim, compras especulativas das ações da companhia que possuam o único propósito de exercer posteriormente o recesso." (grifo nosso);

p. "fica evidente, portanto, que a intenção do legislador foi coibir atos abusivos por parte de oportunistas que, aproveitando-se de um instituto criado para proteção do acionista minoritário, vinham obtendo vantagem indevida";

q. "ainda que o empréstimo de ações, enquanto mútuo nos termos do Código Civil, transfira o domínio das ações, do ponto de vista econômico aquele que emprestou continua investido nas ações emprestadas, uma vez que qualquer variação no preço de tais ações impacta o patrimônio do mutuante (i.e., o valor do seu crédito). Assim, é negável que o mutuante de ações continua a ter um interesse econômico na vida da companhia e em suas deliberações sociais";

r. "é evidente que, ao emprestar as ações, o mutuante pretende continuar como acionista, tanto que, findo o empréstimo, receberá, o mesmo número de ações mutuadas. Isto posto, não há que se cogitar da intenção de quebra do vínculo acionista-companhia";

s. "sobre a transferência de domínio no âmbito dos contratos de mútuo, esclarece o Professor Luís Manuel Teles de Menezes Leitão":

""A transmissão de propriedade que ocorre no mútuo tem uma natureza meramente instrumental, face à função creditícia presente neste contrato. Efectivamente, sabendo-se que a possibilidade de utilizar (...) as outras coisas fungíveis implica a disposição sobre elas, a lei atribui ao mutuário o direito de propriedade sobre essas coisas, que é o único direito que permite exercer plenamente essa faculdade de disposição. Mas essa atribuição da propriedade é um mero instrumento jurídico, para permitir o exercício da função creditícia, e não um objetivo final do contrato, e daí que ocorra uma obrigação de restituição de tantundem eiusdem generis.""

t. "no mesmo sentido, são os ensinamentos de Arnaldo Rizzardo no que se refere ao mútuo":

""A transferência do domínio, entretanto, não é o fim do contrato. Quer significar somente o efeito, ou uma circunstância, que resulta do contrato, em razão da tradição da coisa ao mutuário pelo mutuante. A destinação do mútuo não é a alienação da coisa, mas um direito de gozo sobre coisa determinada. A transferência da propriedade não passa de uma circunstância acidental, de um meio para a consecução de outra finalidade particular, que é a concessão do gozo que se obtém com o uso do dinheiro ou de outras coisas fungíveis." (grifo nosso);

u. "portanto, o mútuo não deveria ser entendido, em sua natureza, como alienação, "na medida que seu efeito translativo não é o seu fim principal, mas o meio de sua efetivação"";

v. "analogamente e em igual medida, o retorno de ações mutuadas ao patrimônio do mutuante também não deve ser considerado, em sua natureza, uma aquisição, tratando-se tão somente do instrumento necessário para que o mútuo pactuado tenha o seu ciclo concluído";

w. "como exposto acima, a alteração do § 1º do artigo 137 da Lei das S.A. teve como objetivo coibir a aquisição de ações após fato relevante, com o único propósito de se especular com o direito de recesso. A interpretação teleológica do referido dispositivo legal deveria proteger aqueles a quem a norma não buscou cercear direitos. Destarte, o tratamento a ser dado aos acionistas que mais se aproxima de *mens legis* é permitir que aqueles que tinham posição de doador de ações quando do fato relevante possam exercer o direito de recesso, desde que, obviamente, as ações retornem efetivamente ao seu patrimônio antes da assembleia geral";

x. "isto por que aquele que depois, ou mesmo antes, do fato relevante, empresta ações a terceiro e as recebe de volta antes da assembleia que deliberar sobre a matéria tratada no fato relevante, ao receber essas ações de volta, por óbvio, não estará ardilosamente especulando, pois sempre esteve investido em tais ações emprestadas. Ao fim do empréstimo de ações, é transferido o mesmo número daquelas emprestadas, ou seja, volta-se ao *status quo*";

y. "é, portanto, absolutamente injustificável que se dispense a esse acionista o mesmo tratamento dispensado àquele que adquire as ações após o fato relevante para fins puramente de especulação com o direito de recesso";

z. "o § 1º do artigo 137 da Lei das SA. estabelece que a titularidade a ser considerada para fins de direito de recesso deve ser aquela da "data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação"";

aa. "por mais que os termos gerais da operação tenham sido apresentados no FR 24.05.2011, tal fato relevante careceu de condição essencial que o permitisse ser "objeto de deliberação", inclusive no que se refere à relação de troca, que é informação essencial para a tomada de decisão pelo acionista. Portanto, até que a relação de troca a ser submetida à Assembleia Geral fosse acordada entre as administrações das companhias envolvidas e divulgada ao mercado, não era possível a formação de juízo definitivo com relação à operação pretendida";

ab. "foi somente por meio do FR 17.08.2011 que se apresentou a relação de troca definitiva aprovada pelo conselho de administração da TNL e que, juntamente com as demais condições da operação, seria objeto de deliberação em assembleia geral. É importante que se repita que a relação de troca apresentada no FR 17.08.2011 é mais prejudicial aos titulares de ações ordinárias da TNL do que aquela constante do FR 24.05.2011";

ac. "tendo em vista o acima exposto, pede-se que esta D. Autarquia tome as medidas que julgar necessárias para":

"(i) preservar o direito dos acionistas minoritários da TNL de exercer o recesso em relação às ações emprestadas anteriormente ao fato relevante em questão e que foram ou serão devolvidas antes da Assembleia Geral"; e

"(ii) que, no âmbito da operação pretendida pela TNL, seja considerado, para fins do § 1º do artigo 137 da Lei das S.A., o FR 17.08.2011 e não o FR 24.05.2011".

2. Em **31.01.12**, a Trieste (representada pela G5 Assessoria Financeira Ltda.) protocolou reclamação na CVM nos exatos termos da reclamação supracitada da G5 (fls. 26/49).

3. Em **09.02.12**, foi enviado o Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº047/12 à Companhia, solicitando sua manifestação quanto às reclamações acima mencionadas (fl. 54).

4. Em **13.02.12**, foi protocolada a resposta da TNL ao Ofício supracitado, nos seguintes termos (fls. 61/65):

- a. "o que resulta evidente das reclamações que vem sendo apresentadas seguidamente à CVM, algumas inclusive tardiamente, é a estratégia adotada por alguns acionistas, em enorme maioria profissionais de mercado, num movimento que se percebe evidentemente concertado, desdobrando as reclamações e os argumentos, especialmente no tocante ao mútuo de ações";
- b. "assim, abusando da facilidade de que a capacidade destes investidores se dividirem e se multiplicarem é estupenda, estes profissionais, na medida em que veem que suas teses não são acolhidas, buscam encontrar argumentos novos, na vã tentativa de criar um artificial clima de preocupação e fazer crer à CVM que seu caso é diferente, que há distinções e particularidades. Mas, como se dizia antigamente, são mais as vozes do que as nozes";
- c. "não seria nem um pouco surpreendente caso se descobrisse que, para dar vida a essa estratégia, alguns acionistas tenham realizado verdadeiros roadshows com o intuito de angariar outros acionistas que, não tendo nada a perder, vislumbrem uma possibilidade de auferir algum lucro com questionamentos à CVM, o que explicaria as reclamações mais tardias e sua linha de argumentação parecida";
- d. "entretanto, como se verá, a distinção que pretendem é, bem ponderada a questão, absolutamente irrelevante para a solução do caso, que não deve, em nada, alterar a opinião já apresentada pela área técnica desta CVM e pela PFE para os demais casos";
- e. "no seu ânimo inabalável de convencer esta autarquia de alterar o seu entendimento sobre os efeitos dos contratos de mútuo na propriedade das ações – entendimento não apenas público, mas reiterado e absolutamente consistente com a lei – os reclamantes apresentam, em essência, os seguintes argumentos, (i) que a transferência do domínio no mútuo não passaria de circunstância instrumental e accidental; e (ii) as informações divulgadas no anúncio de fato relevante de 25 de maio de 2001 seriam preliminares, e não suficientes para constituir o marco para a comprovação da titularidade da ação a que se refere a lei societária, o qual deveria ser transferido para o dia 17.08.11";
- f. "como dizem os ingleses, trata-se de uma distinção sem diferença (*a distinction without a difference*)";
- g. "é o que se passa a demonstrar";

I - Direito das obrigações e direitos reais: uma distinção milenar

- h. "o primeiro argumento, que se apóia no alegado caráter "instrumental" e "accidental" da transferência de titularidade decorrente do contrato de mútuo, confunde a distinção existente desde Roma entre o direito dos contratos e o direito de propriedade";
- i. "o direito das obrigações, ao disciplinar os contratos, estabelece as normas aplicáveis às partes de uma determinada operação econômica, dependendo da operação econômica de que se trate. Assim, para ficar no caso de que aqui se trata, o direito das obrigações regula os diversos contratos que importam na transferência do direito de uso, gozo, fruição e disposição de coisas fungíveis, e o faz para ordenar as relações entre as partes de maneira distinta, conforme a operação econômica que dá origem à transferência";
- j. "por isso, o direito das obrigações trata diferentemente a compra e venda de coisa fungível, o empréstimo de coisa fungível (mútuo) e o depósito de coisa fungível (que a doutrina classifica como depósito irregular). Na primeira, a transferência do uso, gozo, fruição e disposição é definitivo; nos dois últimos, temporário, porque há a obrigação de restituição pelo mutuário e pelo depositário";
- k. "mas o direito de propriedade é alienado em todos os três casos, porque em se tratando de coisa fungível é da essência da transferência que o novo titular do direito de uso, gozo e fruição possa dispor da coisa, isto é, aliená-la a terceiro";
- l. "por isso, a disciplina do direito de propriedade da coisa fungível alienada, no plano dos direitos reais, é idêntica nas três situações, apesar de seu tratamento diverso no plano do direito das obrigações";
- m. "admita-se, portanto, como querem os reclamantes, que, em relação às partes da relação contratual, a transferência da propriedade seja "instrumental" ou "accidental" e, ainda, que, no plano contratual, seja, como é, ampla a liberdade das partes para disciplinar os benefícios e encargos de cada um decorrentes do contrato; isso em nada afetará os efeitos de transferência da propriedade em relação a terceiros, *erga omnes*, no plano do direito de propriedade";
- n. "no mundo do direito de propriedade, as coisas não se passam como querem os reclamantes, porque perante os terceiros – incluindo a companhia emissora das ações, em casos como o que aqui se discute – a titularidade é igualmente transferida, a transferência não é "instrumental", mas completa, sob pena de o adquirente (mutuário ou depositário) não poder dispor da coisa, o que seria inadmissível";
- o. "pode-se dizer mesmo que, no caso do mútuo de ações, a transferência da propriedade é da essência do negócio (essentia negotii), notadamente porque o mutuário precisa dela poder dispor, de sorte que se não fosse possível dela dispor, como verdadeiro proprietário, para todos os títulos, não haveria o negócio jurídico. Não se trata, portanto, de situação accidental, mas essencial";
- p. "para os terceiros, inclusive a companhia, o dono é o "tomador", e não o "doador", para usar o jargão do mercado de empréstimo de ações. E se o doador aliena as ações, perde o direito de exercer o recesso, porque a lei, como se viu exaustivamente, retroage a exigência de propriedade ao momento em que a operação é anunciada";

I.1 - A prova provada do equívoco: a custódia de ações fungíveis

- q. "a Lei das S.A. conhece perfeitamente bem a distinção entre os direitos reais e o direito das obrigações, que os reclamantes fingem desconhecer, e a considerou expressamente, quando quis fazê-lo";
- r. "de fato, ciente de que o depósito das ações na custódia fungível faria transferir a propriedade das ações ao custodiante – depositário das ações – e poderia ser tratado como depósito irregular, que, pelo código civil (art. 645), se rege pelas regras do mútuo, tratou a lei de criar um modelo especial para os efeitos, no plano dos direitos reais, produzidos pela transferência de propriedade assim operada, de sorte a manter as características do depósito regular";
- s. "o art. 41 da Lei das S.A. estabeleceu, por isso, e exclusivamente por isso, que a entidade depositária adquire "a propriedade fiduciária das ações", mas "não pode dispor das ações e fica obrigada a devolver ao depositante a quantidade de ações recebidas" (art. 41, § 1º);

- t. "ciente de que, pelo depósito comum, a propriedade seria alienada ao depositário como consequência do contrato de custódia – embora em uma transferência ai sim "instrumental", como querem os reclamantes –, a Lei das S.A. criou uma propriedade fiduciária para o custodiante e uma propriedade efetiva (cf. o inciso I do § 3º do mesmo artigo 41), cujo titular (o acionista depositante) deve ser informado "imediatamente" à companhia "quando houver qualquer evento societário que exija a sua identificação". O recesso, por exemplo!";
- u. "nesse caso especial, criado por disposição de lei especial, a propriedade efetiva do depositante se prova "pelo contrato firmado entre o proprietário das ações e a instituição depositária" (§ 4º do art. 41), e não pelo registro na companhia, que está em nome do custodiante";
- v. "e veja-se que isto para um contrato de depósito, onde claramente é conceito simples e intuitivo que não se pretende entregar o bem em depósito para consumo ou para ser alienado novamente. Ainda assim, mesmo nesta hipótese, porque certas coisas dependem de lei – embora os reclamantes pretendam desconhecer –, a Lei das S.A. não se furtou a (i) criar o regime da propriedade fiduciária; e (ii) vedar expressamente a sua disposição pelo custodiante";
- w. "mas isso não se passa se, uma vez depositadas em custódia, as ações são mutuadas pelo proprietário efetivo. Aí, o novo proprietário efetivo passa a ser o mutuário, o que não se teve a desfaçatez ainda de negar nestes autos. E isto porque, de fato e de direito, ele é o proprietário integral, não havendo, para esse caso, um regime especial de direitos reais, criando uma propriedade fiduciária em prol do mutuário, e retendo a propriedade efetiva pelo mutuante";
- x. "e isso pela simples e claríssima razão de que, enquanto o custodiante está proibido pela lei de dispor das ações depositadas - e não fora o regime especial, ele poderia fazê-lo -, o mutuário só toma as ações em mútuo para delas dispor, como dono que passa a ser!";
- y. "a Lei das S.A. sabe que as partes têm ampla liberdade para contratar mesmo fora dos modelos legais, através de contratos atípicos (Código Civil, art. 425), mas não podem criar novos direitos reais, cujo elenco legal é fechado (Código Civil, art. 1.225 e leis especiais), tendo em vista a necessária produção de efeitos em relação a terceiros";
- z. "em razão disso, a Lei das S.A. viu-se obrigada a criar expressamente um regime especial de direito de propriedade para o caso da custódia de ações, mas não o fez para a transferência de titularidade do mútuo (porque não fazia sentido fazê-lo), mútuo este que, portanto, segue a regra geral, produzindo todos os mesmos efeitos de qualquer outra alienação. O que foi contratado no mútuo é res inter alia, não oponível à companhia ou outros terceiros";

II. Fato relevante é marco de verificação da propriedade, não de exercício do direito

- aa. "a CVM entende, corretamente, que o mútuo implica na perda do direito de voto (o que, por conta do regime especial, não ocorre se houver custódia de ações fungíveis) e, também para isso, a LSA tem dispositivo específico no art. 126 (mas não tem para o mutuário!);"
- ab. "não se discute que a transferência de propriedade decorrente do mútuo implica na perda do direito político em geral. Por isso, parece óbvio que ela também implica na perda do direito político específico de dissentir da deliberação que tenha como corolário a possibilidade de se exercer o recesso";
- ac. "os reclamantes, cientes dessa realidade, tentam enfrentá-la através da discussão quanto ao termo da verificação da titularidade de ações que, a partir da reforma de 1997, passou a ser realizado como passo prévio à verificação da legitimidade para o exercício do direito de recesso";
- ad. "a Lei das S.A. fixava o momento de verificação da propriedade da ação, para efeito daquela legitimidade, como sendo a data da assembleia, mas com a reforma de 1997 a verificação passou a fazer-se antes, previamente ao momento da deliberação, "na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação" (art. 137, § 1º);"
- ae. "contudo, ao retroagir a data de verificação da propriedade, a lei não disse que o dissenso ou a abstenção que autorizam o recesso deve ser manifestado naquele mesmo momento. Para isso, será necessária a deliberação assemblear";
- af. "a lei retroagiu à data de verificação da propriedade, mas o exercício do direito político, se dá apenas na assembleia, que só acontecerá mesmo com a deliberação";
- ag. "neste particular perdoe-se dizer mais uma obviedade, mas, evidentemente, é só com a deliberação que se terá o retrato completo, porque até lá, como a assembleia pode modificar algum termo da proposta a ela submetida, não se tem certeza (i) se haverá aprovação da matéria, que pode ser rejeitada ou (ii) se a deliberação será aprovada rigorosamente nos termos submetidos à deliberação, porque a assembleia pode, naturalmente, modificar a proposta e aprová-la com modificações. E, para pensar com o bolso, como querem os reclamantes, também apenas na data da deliberação os acionistas verificarão se o recesso é vantajoso economicamente, isto é, se seu valor supera a cotação de bolsa";
- ah. "a Lei das S.A. naturalmente não ignora estes fatos";
- ai. "seria mesmo desnecessário recordar que a maior preocupação que justificou a modificação do art. 137, §1º, foi a companhia aberta, pois só ela divulga fato relevante, nos termos da Lei das S.A. e só na companhia aberta há facilidade para se transferir a titularidade e negociar ações, em razão da liquidez e da existência de um mercado ativo, o que facilita a especulação e o abuso";
- aj. "a referência a fato relevante foi uma inovação legislativa trazida pela Lei nº 9.457/97 e teve, declaradamente, a intenção de retroagir o máximo possível a necessidade da condição de acionista da companhia aberta e, por isso, deixou clara a mensagem de que o acionista somente tem direito de recesso com relação àquelas ações de que era titular na data do primeiro momento em que este acionista tome conhecimento de que haverá uma deliberação sobre uma matéria ordinariamente ensejadora do recesso";
- ak. "evitou-se, com isso, duas situações absolutamente perversas para a companhia aberta: (i) a transmissão do direito de recesso, que poderia ser negociado como um ativo; e (ii) a possibilidade de se agravar o direito de recesso contra a companhia";
- al. "isto porque, caso a Lei das S.A. não restringisse o recesso àquelas ações de que o acionista era titular naquela data, haveria o risco não só do acionista adquirir mais ações, para tornar o recesso mais oneroso, mas também o risco de que o acionista especulasse com as ações, transferindo-as, a qualquer título, inclusive para fazer o preço cair, posteriormente adquirindo outras ações para exercer o recesso e com isso tornar o recesso ainda mais lucrativo para si, agravando a situação da companhia";
- am. "o que é claríssimo é que a Lei das S.A. expressamente indicou que não admite o exercício do recesso com relação às ações cuja titularidade foram alienadas, adquiridas (ou re-adquiridas, que é irrelevante como se viu) já sob a sombra e a ciência de que será submetida à deliberação matéria que, se aprovada, autorizará o exercício do direito de retirada";

- an. "e isso se dá no momento da divulgação do fato relevante que informa sobre a operação. Não se quer mesmo, como já se viu, que se especule sobre a potencialidade do recesso. O acionista que adquiriu a titularidade da ação após este momento já sabia que estava sob o risco da deliberação e sob a potencialidade de ser aprovada uma alteração na companhia profunda o suficiente para que a lei confira o direito de recesso. Conscientemente aceitou correr este risco, o risco da deliberação, e ainda assim preferiu negociar com a ação. Não pode pretender recesso";
- ao. "ou seja, já a partir do primeiro fato relevante que dá notícia da operação, o acionista sabe que haverá uma deliberação sobre matéria que, se aprovada, ensejará o recesso. Não pode, a partir de então, adquirir ação para ficar com opção de exercer o recesso. Tratar diversamente seria premiar o acionista que, voluntariamente, concorreu para aumentar o seu próprio risco para o recesso, onerando a companhia, na medida em que, sabedor de que seria objeto de deliberação matéria que autoriza o recesso, adquiriu as ações e correu o risco da deliberação";
- ap. "portanto, o argumento de que as informações divulgadas no primeiro aviso de fato relevante não eram completas e a tentativa de mover a data-base de verificação da titularidade das ações para a data de 17.08.11 não encontram, ambos, respaldo na lei";
- aq. "note-se, ainda, que no momento do primeiro fato relevante, no caso da TNL, companhia de que são acionistas os reclamantes, já se podia ter uma estimativa bastante próxima do valor patrimonial das ações";
- ar. "ocorre que, naquele momento o valor de mercado era superior ao valor patrimonial por ação até então divulgado e, portanto, o recesso seria apenas teórico para os acionistas da TNL. Posteriormente, entretanto, a cotação destas ações declinaram, sendo desnecessário enfatizar que isso se deu inclusive em razão de operações de mútuo, que apostaram na queda dos papéis";
- as. "de fato, tome-se como exemplo o caso da TNL, mais especificamente das ações TNLP3. Em 23 de maio de 2011, data em que foi divulgado o fato relevante sobre a Reorganização Societária, o mais recente patrimônio líquido por ação até então divulgado era de R\$28,87, com base no último patrimônio líquido então divulgado, de 31/03/2011. Se comparado com a cotação das ações na BM&FBovespa naquela data, de R\$ 32,00, isto significa que o valor de mercado era 10,8% acima do valor do recesso";
- at. "não se pode deixar de referir que as discussões tanto sobre o mútuo, quanto sobre a transferência de ações somente surgiram com intensidade depois que se confirmou que o recesso era economicamente vantajoso, o que é sintomático da intenção de vê-lo como uma oportunidade de negócio";
- au. "de toda forma, o fato é que não houve qualquer ocultação de informação. As informações do primeiro fato relevante eram as possíveis e disponíveis naquele momento, que não é o momento legal de exercício do direito político de dissentir – que continua sendo a assembleia, com as informações então disponíveis. Mais do que isto, as informações eram suficientes e claríssimas no tocante (i) ao fato de que se cuidava de operação que ensejaria direito de recesso e (ii) aos termos e requisitos para o exercício deste direito. O que a lei de 1997 fez foi antecipar o momento de verificação da titularidade, para combater a especulação e proteger as companhias";
- av. "além disso, adiantar a data da verificação de titularidade para um momento posterior ao legal e, ainda, após anunciada publicamente a operação ensejadora do recesso desde o primeiro fato relevante, seria permitir ao mercado negociar o direito de recesso em si, especular sobre recesso, o que claramente foi o que a reforma de 1997 pretendeu coibir";
- aw. "por outro lado, igualmente mover a data da verificação para um momento posterior, seria conferir aos reclamantes um tratamento específico, porque se certamente tal data os atende – ali por certo os mútuos já estavam vencidos – não atenderá a milhares de outros acionistas que adotaram posturas diferentes, confiando naquilo que foi anunciado ao mercado. Como, por exemplo, ressarcir os custos dos acionistas que não mutuaram ações durante todo o período até o momento da divulgação do valor econômico, para conservar a propriedade e, portanto, a faculdade de, dissentindo da deliberação quando ela venha a ser tomada, exercerem o direito de recesso";
- ax. "a pretensão dos reclamantes, no particular, levaria ao absurdo de permitir a um investidor beneficiar-se por não haver confiado na informação pública, e punir os que o fizeram";
- ay. "por estes motivos resumidamente expostos e sem prejuízo das demais manifestações apresentadas quanto ao tema é que se confia que a área técnica não acolherá os argumentos apresentados pelos reclamantes".

ANÁLISE

As presentes reclamações abordam dois pontos principais:

- a. as implicações da ocorrência de empréstimos de ações no que tange ao direito de recesso dos acionistas de TNL, no âmbito da incorporação desta sociedade pela Brasil Telecom S.A. ("BrT"); e
 - b. qual momento (Fato Relevante) deve ser considerado como o marco inicial para a verificação da titularidade do direito de recesso, no âmbito da supracitada incorporação.
2. Quanto ao primeiro assunto (empréstimo de ações vs. recesso), a questão conceitual já foi objeto de outros processos (Processos CVM N^{os} RJ-2011-13464 e RJ-2012-1312), que atualmente encontram-se em grau de recurso no Colegiado da CVM. Assim, remeto à análise efetuada no âmbito desses processos, consubstanciada no RA/CVM/SEP/GEA-4/N^o 82/11, de 20.12.11 (cópia às fls. 66/75), e no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/N^o 170/11 de 21.12.11 (cópia às fls. 76) – com a qual a PFE-CVM manifestou sua concordância por meio do MEMO n^o 13/2011/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, de 09.01.02 (cópia às fls. 77/91).
3. Aplicando o entendimento da SEP, manifestado no âmbito dos referidos Processos CVM N^{os} RJ-2011-13464 e RJ-2012-1312, ao presente caso, concluímos que:
- a. nos contratos de empréstimos de ações em aberto na data do fato relevante que anunciou a operação (a questão da data será abordada em seguida), são os tomadores das ações, e não os doares, os possuidores do direito de retirada, na incorporação da TNL pela BrT, desde que mantenham sua posição de titulares das ações de TNL até a deliberação assemblear; e
 - b. os detentores de ações de emissão de TNL que efetuaram o empréstimo de suas ações em data posterior ao fato relevante que anunciou a operação tiveram prejudicado seu direito de retirada, no âmbito da referida operação.
4. Em relação à análise sobre qual Fato Relevante (24.05.11 ou 17.08.11) deve ser considerado como "marco inicial" para a verificação de quais acionistas de TNL deteriam o direito de recesso, nos termos do §1^o do artigo 137 da Lei n^o 6.404/76 ("LSA" ou "Lei das S.A."), é necessário analisar a finalidade do dispositivo legal e das alterações a que foi submetido.

5. As Reclamantes alegam, em suma, que a titularidade das ações de TNL, para fins do direito de recesso, não deveria ser computada em 24.05.11, data do Fato Relevante que anunciou os termos gerais da reorganização societária das empresas do Grupo Oi ("FR 24.05.2011" – fls. 13/19), mas em 17.08.11, data em que a Companhia divulgou Fato Relevante informando que o Conselho de Administração da TNL e das outras empresas do Grupo Oi aprovaram as relações de substituição recomendadas pelos Comitês Independentes estabelecidos para os fins do Parecer de Orientação CVM Nº 35/08 ("FR 17.08.2011" – fls. 21/22).
6. Segundo as Reclamantes, a relação de troca seria uma " *informação essencial para a tomada de decisão pelo acionista*" e " *até que a relação de troca a ser submetida à Assembleia Geral fosse acordada entre as administrações das companhias envolvidas e divulgada ao mercado, não era possível a formação de juízo definitivo com relação à operação pretendida*".
7. Entendemos que a relação de troca entre as ações das companhias incorporadora e incorporada é uma informação fundamental para a tomada de decisão dos acionistas de ambas as companhias (representa o "preço" da transação, que não envolve dinheiro). Não há dúvida também que a relação de substituição será objeto de deliberação, junto com as demais condições de uma operação societária, na assembleia geral de acionistas que deliberará sobre a operação.
8. Entretanto, mostra-se necessário verificar o que o §1º do artigo 137 da LSA buscou tutelar, ao determinar que " *o acionista dissidente da deliberação de assembleia (...) poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior*" (grifos nossos).
9. O dispositivo legal em comento teve sua redação alterada pela Lei nº 9.457/97, de modo a combater o fenômeno da "indústria do recesso", descrito inclusive pelos Reclamantes nos seguintes termos: *anteriormente [à modificação introduzida pela Lei nº 9.457/97], o acionista tinha o direito de pedir o reembolso das ações de que fosse titular na data da assembleia geral. Tal sistemática permitia determinados abusos, uma vez que determinadas pessoas, tendo conhecimento das matérias que seriam votadas na assembleia geral, adquiriam ações da companhia com o único propósito de especular com o exercício do direito de retirada para auferir ganho à custa da companhia.*
10. Desta forma, a solução encontrada pelo legislador foi a de estabelecer, como marco inicial para a verificação da titularidade do direito de recesso, o momento em que a operação que ensejasse tal direito fosse primeiramente divulgada ao mercado, seja através de fato relevante ou do edital de convocação da assembleia que deliberará sobre a operação.
11. Após a divulgação da operação ao mercado, novos acionistas que ingressem no capital da companhia não terão direito ao recesso, pois decidiram investir nas ações da companhia já cientes da possível ocorrência da operação divulgada, ou seja, já mostravam-se dispostos a participar da vida social da companhia mesmo com a possibilidade da operação divulgada vir a acontecer.
12. Este entendimento coaduna-se com o caráter do direito de recesso, que não deve representar um meio do acionista obter ganhos financeiros às custas da companhia, mas sim uma salvaguarda ao investidor que, discordando dos rumos aos quais a maioria do capital acionário esteja conduzindo a companhia e, ainda, não possuindo a possibilidade de deixar a companhia através do mercado, obtenha uma "porta de saída" para deixar de ser acionista daquela companhia.
13. Todavia, surge a dúvida suscitada pelos Reclamantes: caso o fato relevante que primeiramente divulgou a operação não contenha todas as informações necessárias para que o acionista vote na assembleia e, posteriormente, sejam divulgadas novas informações necessárias à tomada de decisão do acionista (no caso concreto, a relação de troca), qual deverá ser a data para o cômputo inicial da titularidade do direito de recesso?
14. Diante da natureza do direito de recesso e da finalidade buscada pelas modificações introduzidas pela Lei nº 9.457/97 ao art. 137 da LSA, a nosso ver, a titularidade do direito de recesso deve ser verificada no momento do primeiro anúncio ao mercado sobre a ocorrência de operação que enseje tal direito, mesmo que, em momento posterior, sejam trazidas novas informações relevantes sobre a operação objeto de deliberação em assembleia.
15. Conhecida, ainda que parcialmente, a operação, a decisão dos investidores de saírem ou ingressarem no capital da companhia já deverá levar em conta a possível ocorrência da operação em questão.
16. Acionistas que alienem suas ações após a divulgação da existência da operação societária, mesmo que nem todas as informações relevantes sobre tal operação tenham sido divulgadas, já demonstram (e efetivam) seu desinteresse em permanecer no quadro societário da companhia.
17. Já investidores que mantenham as ações da companhia em carteira, seja porque estão de acordo com a operação, querem esperar a divulgação de todas as informações pertinentes ou já discordam da operação mas não encontram saída via mercado, estes investidores terão direito de recesso (assumindo que os outros pressupostos para o exercício deste direito estejam presentes).
18. Ou seja, esse entendimento não prejudica quem era titular das ações no momento do primeiro anúncio sobre a operação, que, no caso em tela, seria na data do Fato Relevante de 24.05.11. Em compensação, não teriam direito de recesso os investidores que adquiriram suas ações após tal data, pois o fizeram já cientes da potencial ocorrência da reestruturação societária das Empresas Oi, ainda que houvesse variáveis relevantes pendentes de definição.
19. É importante ressaltar que, em diversas situações, não é possível à administração da companhia divulgar, no primeiro momento, todas as informações relevantes à tomada de decisão dos acionistas quanto à operação divulgada.
20. Por exemplo, uma aquisição de sociedade mercantil ou operação societária que ainda esteja em negociação pode (e deve) ser objeto de comunicação ao mercado tão logo quanto possível, mesmo sem que as negociações já estejam definidas.
21. No caso concreto, tendo em vista a decisão das companhias envolvidas na reestruturação societária em seguir os procedimentos descritos no Parecer de Orientação CVM Nº 35/08 ("PO35"), notadamente a constituição de comitês independentes para negociarem os termos das operações, não havia como divulgar as relações de troca a serem propostas aos acionistas, uma vez que estas ainda não haviam sido objeto de negociação.
22. Entendimento diverso poderia acarretar a volta da indústria do recesso: caso fosse considerado, para fins do §1º do artigo 137 da Lei nº 6.404/76, não o primeiro, mas o último fato relevante que trouxesse informações relevantes a serem objeto de deliberação em assembleia, investidores, cientes da ocorrência de operação que necessitasse de informações complementares (como a definição de uma negociação ou a aprovação de um órgão regulador), poderiam ingressar na sociedade com o único objetivo de especular com tal direito de recesso, como descrevem as citações trazidas pelas próprias Reclamantes.
23. Além disso, esse entendimento defendido pelas Reclamantes representaria um desincentivo às companhias a divulgarem, tempestivamente, informações sobre operações que ensejassem o direito de recesso. As companhias, buscando evitar a possível especulação com base nesse

direito, possivelmente divulgariam tais operações tardiamente, apenas quando todas as informações já estivessem presentes e definidas, o que poderia prejudicar a transparência do mercado.

24. Outro obstáculo à interpretação das Reclamantes seria a insegurança trazida pela necessidade de definir quais informações seriam relevantes ou "objeto da deliberação", capazes de caracterizar novo momento de definição da titularidade do recesso, e quais informações não teriam esse condão. No caso em tela, poder-se-ia discutir se seria mais adequada a verificação dessa titularidade não no momento da aprovação das relações de troca pelos Comitês Independentes (17.08.11), mas quando foi divulgado o resultado das negociações dos Comitês (01.08.11).
25. A interpretação que entendemos ser a mais correta (o primeiro fato relevante que abordou a operação seria o momento de verificação da titularidade inicial do recesso) minimiza tal incerteza, uma vez que se trata de observação mais objetiva.
26. Por último, sem prejuízo das considerações acima, cabe ressaltar que o entendimento aqui exarado não significa uma permissão às companhias para protelarem a estruturação de operações que ensejem recesso, de modo a estender o período entre o primeiro fato relevante e a assembléia e, com isso, diminuir o potencial número de acionistas possuidores do direito de recesso. Tal conduta imprópria, quando identificada, deverá ser objeto de apuração de responsabilidades por esta Superintendência. Contudo, é importante mencionar que, no presente caso, não foram identificados, a princípio, indícios de que as administrações das companhias Oi tenham retardado a condução das operações relacionadas à reestruturação societária das empresas do Grupo Oi, com o fim de prejudicar os detentores do direito de recesso.

CONCLUSÃO

Diante do exposto, concluímos que:

- a. nos contratos de empréstimos de ações em aberto na data do fato relevante que anunciou a operação (24.05.11), são os tomadores das ações, e não os doares, os possuidores do direito de retirada, na incorporação da Tele Norte Leste Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A., desde que mantenham sua posição de titulares das ações da Companhia até a deliberação assemblear;
 - b. os detentores de ações de emissão de Tele Norte Leste Participações S.A. que efetuaram o empréstimo de suas ações em data posterior ao fato relevante que anunciou a operação tiveram prejudicado seu direito de retirada, no âmbito da referida operação; e
 - c. deve ser considerado como marco inicial para a verificação da titularidade do direito de recesso no âmbito da incorporação da Tele Norte Leste Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A., para os fins do §1º do artigo 137 da Lei nº 6.404/76, **o Fato Relevante de 24.05.11** (que divulgou os termos gerais da reorganização societária envolvendo as empresas do Grupo Oi) e não o Fato Relevante de 17.08.11 (que informou a aprovação das relações de troca pelos Conselhos de Administração da TNL e das outras empresas do Grupo Oi).
2. Tendo em vista que as questões tratadas no presente processo guardam estreita correlação com as matérias discutidas nos Processos CVM N^{os} SP-2011-304 e RJ-2012-1312, que encontram-se atualmente em grau de recurso e devem ser apreciados pelo Colegiado em reunião de 16.02.12, **propomos o envio do presente processo à SGE, para que seja encaminhado ao Colegiado para apreciação na mesma reunião de 16.02.12, destacando que a SEP relatará o caso.**

Atenciosamente,

Dov Rawet
Analista GEA-4

Elaine Moreira Martins de La Rocque
Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

Em exercício

De acordo,

À SGE,

Fernando Soares Vieira

Superintendente de Relações com Empresas