

## Processo Administrativo nº RJ2013/10913

Reg. Col. nº 9012/14

**Interessado:** Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações

**Assunto:** Pedido de reconsideração da decisão do Colegiado referente à 3ª Consulta apresentada pela Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações.

**Diretor Relatora:** Luciana Dias

### Relatório

#### I. Objeto.

1. Trata-se de pedido apresentado pela Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações ("Tempo Capital" ou "Consulente") para a reconsideração da decisão do Colegiado proferida na reunião de 25.3.2014 em relação ao entendimento da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") sobre a 3ª das 6 consultas formuladas pela Tempo Capital em 10.10.2013 ("3ª Consulta")<sup>[1]</sup>.

#### II. Do entendimento do Colegiado.

2. A decisão do Colegiado da CVM sobre a 3ª Consulta foi unânime no sentido de dar provimento a recurso interposto pela Oi S.A. ("Companhia" ou "Oi") contra o entendimento da SEP, tendo decidido que *"não haverá recesso para as ON se na data da assembleia houver dispersão e liquidez das ações de sua emissão"* (fl. 2).

3. Segundo a Tempo Capital, os argumentos apresentados para fundamentar a referida decisão foram os seguintes: (i) a Lei nº 6.404, de 1976 é silente quanto à data de verificação dos critérios de liquidez e dispersão das ações para fins de seu artigo 137, inciso II<sup>[2]</sup>; (ii) há audiência pública em andamento com proposta da própria CVM para que referida data seja considerada como sendo a data da assembleia geral que delibere sobre a operação que dá ensejo ao recesso; (iii) a plausibilidade dos argumentos jurídicos trazidos pela Oi; e (iv) a opção feita pela Companhia foi de boa fé e fundamentada em proposta apresentada pela própria CVM em audiência pública.

4. Diante de tais argumentos, a Consulente afirmou ter havido (i) erro e inexatidão material quanto ao conteúdo da proposta da CVM objeto da audiência pública; e (ii) erro e contradição entre a decisão do Colegiado e seus fundamentos com relação à relevância da boa fé da Companhia ao negar o direito de recesso aos seus acionistas ordinaristas.

#### III. Erro e inexatidão material.

5. A Tempo Capital não concorda com a posição do Colegiado de que a lacuna da Lei nº 6.404, de 1976, quanto à data de verificação dos critérios de liquidez e dispersão poderia ser preenchida por meio da *"proposta da própria CVM para que referida data fosse considerada como a data da assembleia geral que deliberasse sobre a operação que dá ensejo ao recesso"* (fl. 5).

6. Segundo a Tempo Capital, o Colegiado teria sido *"induzido em erro pela Companhia, uma vez que a proposta da CVM no âmbito da Audiência Pública SDM nº 04/2013, em nenhum momento, tratou da data de verificação do requisito de dispersão"* (fl. 5).

7. A esse respeito, a Tempo Capital afirmou que seria uma inexatidão material considerar que existe proposta da CVM sobre o momento de verificação da dispersão, uma vez que a proposta contida no edital da audiência trata apenas do requisito da liquidez. Dessa forma, seria um erro justificar a decisão com base na aderência da Companhia a uma proposta da CVM sobre essa matéria. Para confirmar esse entendimento, a Tempo Capital transcreveu o capítulo V da proposta da CVM destacando que o critério de dispersão não é ali abordado<sup>[3]</sup>.

8. A Consulente atentou para o fato de que também seria um erro restringir o direito de recesso dos acionistas ordinaristas com base em uma proposta de ato normativo, já que o direito de recesso é norma de direito positivo e a proposta de norma não o é, não sendo esta última suficiente para restringir o primeiro.

9. Ainda, a Consulente indicou que não seria possível uma interpretação analógica no sentido de que o momento de aferição da dispersão deve ser o mesmo momento de aferição da liquidez, uma vez que se trataria de argumento **de lege ferenda**, visto que o próprio voto vencedor reconheceu que *"a Lei nº 6.404, de 1976 é*

*silente quanto à data de verificação dos critérios de liquidez e dispersão das ações para fins de seu art. 137, II".*

**10.** Por fim, a Tempo Capital alegou que o entendimento do Colegiado, por implicar (i) no reconhecimento do raciocínio analógico para alterar o campo de incidência do direito de recesso – o que nunca foi admitido; e (ii) na restrição desse direito, violaria a jurisprudência da CVM acerca da sua interpretação.

#### **IV. Do erro e da contradição entre a decisão e seus fundamentos.**

**11.** Segundo a Tempo Capital, ainda que se considerasse que havia proposta da CVM sobre o momento de verificação da dispersão para fins do reconhecimento do direito de recesso, conferir à aderência a tal proposta um sinal de boa fé e sustentar que essa boa fé da Companhia tem aptidão para restringir o direito de recesso dos seus acionistas demonstraria erro e contradição entre a decisão e seus fundamentos.

**12.** Neste ponto, a Consulente abordou que, em sua decisão, a CVM entendeu que seria possível verificar a boa fé da Companhia, uma vez que ela teria agido conforme proposta de norma expedida pela Autarquia, ou seja, com base no entendimento proposto pela própria CVM. No entanto, a Tempo Capital apontou o limitado grau de incidência da boa fé subjetiva no âmbito das relações jurídicas entre os particulares, como é o caso da relação da Companhia com os seus acionistas ordinários e sustentou que ela não teria o condão de limitar o exercício do direito de recesso.

**13.** Sobre a incidência da boa fé objetiva, a Tempo Capital abordou que ela dependeria da comprovação do não exercício prolongado de uma determinada posição jurídica ou, em outras palavras, da não reação contra a violação de uma posição jurídica, gerando no outro legítima expectativa de que aquela posição jurídica não venha a ser exercida. Assim, concluiu que a conduta da Companhia também não estaria respaldada pela boa fé objetiva, posto que em poucos dias depois de anunciada a interpretação da Companhia sobre a matéria, a Consulente manifestou sua objeção.

**14.** Como última alegação, a Tempo Capital afirmou que, ainda que se admitisse a incidência da boa fé subjetiva, ela deveria ser considerada não apenas em relação à Companhia, mas também em relação aos seus acionistas, os quais, diante de uma minuta de ato normativo, poderiam entender que este não guardava a normatividade necessária para restringir o seu direito de recesso.

**15.** Por tais razões, a Requerente sustentou a contradição existente no argumento de que o momento de aferição dos requisitos de liquidez e dispersão deveria ser aquele escolhido pela Companhia sob o fundamento de que ela teria atuado de boa fé, uma vez que esta em nada se relaciona com o exercício do direito de recesso.

#### **V. Do pedido.**

**16.** A fim de complementar o seu raciocínio, a Tempo Capital afirmou que, tendo em vista que o momento para aferir a dispersão e liquidez das ações quanto ao direito de recesso ainda está sendo debatido na audiência pública – entendimento expresso pelas palavras do próprio voto –, a melhor opção não teria sido uma decisão definitiva sobre essa questão, o que configura, segundo a Consulente, a adoção de uma autêntica regra de exceção para a Companhia.

**17.** Diante disso, a Tempo Capital requer que se aguarde a decisão definitiva a ser emanada no âmbito da audiência pública para, depois, aplicar o que foi decidido ao caso em questão. Assim, pleiteia que a decisão do Colegiado ora discutida seja modificada.

#### **Voto**

**1.** O pedido de reconsideração apresentado pela Tempo Capital trata da discussão sobre qual seria o momento mais adequado para averiguar a existência dos requisitos de dispersão e liquidez, exigidos no art. 137, II, da Lei nº 6.404, de 1976, com o fim de determinar a supressão do direito de retirada.

**2.** Preliminarmente, é importante notar que as hipóteses de cabimento do pedido de reconsideração restringem-se à existência de um fato novo que ampare a reavaliação da matéria sob um novo contexto[4] ou aos casos de erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão[5].

**3.** Inexistem quaisquer fatos novos no pedido de reconsideração. Todos os fatos ali alegados já foram integralmente analisados. Também não existem obscuridades, dúvidas sobre a conclusão ou omissões. Os itens 174[6] e 189 (iii)[7] do voto de minha autoria são claros, assegurando o direito de recesso aos acionistas titulares de ações ordinárias de emissão da Oi se, na data da assembleia geral que deliberar sobre a incorporação de ações, não estiverem presentes os requisitos de liquidez e dispersão, nos termos do art. 137, II, da Lei nº 6.404, de 1976. Ademais, todas as consultas feitas pela Tempo Capital foram respondidas ou por meio do Ofício SEP (fls. 284-287) ou por meio das decisões do Colegiado de 25.3.2014, todas tomadas no âmbito do presente processo.

**4.** Para a Tempo Capital, no entanto, caberia a reconsideração da decisão porque ela estaria viciada por inexatidão material, contradições e erros.

**5.** A Tempo Capital considera haver uma inexatidão material na decisão porque não existiria proposta de regulamentação da CVM sobre o momento de verificação da dispersão, uma vez que a Audiência Pública SDM nº 04/2013 trata apenas do requisito da liquidez. A Consulente sustenta que não seria cabível a interpretação de que o momento de aferição da liquidez seria o mesmo que o da dispersão. Dessa forma, haveria um erro em justificar a decisão com base na aderência da Companhia a uma proposta da CVM.

**6.** A Consulente não traz nenhum argumento que possa justificar a aferição da liquidez e da dispersão em momentos diferentes – ela simplesmente alega que a proposta da CVM abarca somente o momento de verificação da liquidez. Não me parece haver qualquer sentido lógico em proceder à verificação desses requisitos em momentos distintos quando ambos visam exatamente o mesmo fim, qual seja, determinar se existem condições de mercado minimamente satisfatórias, de acordo com os parâmetros legais, para que os acionistas possam se retirar da companhia por meio do mercado.

**7.** A meu ver, a discussão pretendida pela Tempo Capital em relação à simultaneidade da verificação dos requisitos de liquidez e dispersão trata de matéria de mérito e não caberia num pedido de reconsideração, por isso, não deveria sequer ser conhecida. Mas, ainda que se analisasse o mérito do pedido da Consulente, a reconsideração deveria ser negada uma vez que a Consulente não trouxe argumentos que pudessem justificar a separação do momento de averiguação de tais requisitos e não parece haver qualquer lógica aparente nessa separação.

**8.** A Tempo Capital prossegue alegando existir erro e contradição entre a decisão e os seus fundamentos uma vez que a aderência da Companhia à proposta trazida pela Audiência Pública SDM nº 04/2013 não poderia ser interpretada como um sinal de boa fé e, ainda que fosse, tal boa fé não teria a aptidão para restringir ou alterar o direito de recesso dos acionistas minoritários da Companhia, tendo em vista o seu limitado grau de incidência no âmbito das relações jurídicas entre particulares.

**9.** Novamente, aqui, a Tempo Capital tem a intenção de discutir matéria de mérito, qual seja, os limites de aplicação da boa fé subjetiva, e, portanto, não caberia no âmbito de um pedido de reconsideração. Por essa razão, entendo que também esse pleito da Consulente não deve ser conhecido. Porém, ainda que se analisasse o mérito, no meu entender, a Tempo Capital estende demasiadamente a consideração dada, por este Colegiado, à boa fé da Companhia.

**10.** A Lei nº 6.404, de 1976, é silente sobre o momento em que devem ser verificados os requisitos de liquidez e dispersão para fins do art. 137, inciso II. A CVM, por meio da Audiência Pública SDM nº 04/2013, sugeriu a inserção de uma regra que determinasse (i) parâmetros mais precisos para a averiguação da liquidez das ações, em consonância com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976; e (ii) que, para fins do art. 137, II, dessa lei, tais parâmetros fossem averiguados na data de realização da assembleia geral que aprovasse as operações societárias a ele sujeitas. Referida audiência permanece inconclusa e, portanto, não há regra legal ou regulamentar a respeito do tema. Essa situação (de silêncio legal e regulamentar) perdurará até a efetiva conclusão de tal audiência pública.

**11.** O Colegiado entendeu que diante da inexistência de uma regra que determine o momento em que a dispersão e a liquidez devem ser aferidas para os efeitos do art. 137, inciso II, da Lei nº 6.404, de 1976, deveria ser respeitada a opção feita pela Companhia de adotar uma opção proposta pela própria CVM na Audiência Pública SDM nº 04/2013.

**12.** Assim, ao contrário do que alega a Tempo Capital, o Colegiado não restringiu ou alterou as normas postas que dizem respeito ao direito de recesso sob o pretexto de aplicar o princípio da boa fé.

**13.** O Colegiado simplesmente entendeu que, não estando provada a má fé da Companhia e o intuito de prejudicar os minoritários, não seria razoável questionar o momento de verificação dos requisitos de liquidez e dispersão para fins do art. 137, inciso II da Lei nº 6.404, de 1976, escolhido pela Companhia quando há silêncio legal a respeito da matéria e uma indicação da própria CVM no mesmo sentido que o adotado pela Oi.

**14.** As normas postas a respeito do direito de recesso não foram afetadas pela decisão tomada pelo Colegiado em 25.3.2014.

**15.** Pelo exposto acima, acredito que o pedido de reconsideração não merece ser conhecido. Caso, no entanto, o Colegiado decida superar essas preliminares, no mérito, esclareço que as questões alçadas pela Tempo Capital como inexatidões, contradições e erros não merecem prosperar.

Rio de Janeiro, 6 de maio de 2014.

**Luciana Dias**

Diretora

---

[1] Conforme relatório apresentado em 25.3.2014, a 3ª Consulta dizia respeito à possibilidade de exercício do direito de recesso pelos acionistas ordinários da Oi S.A. que dissentirem da deliberação que aprovar a incorporação de ações da Oi S.A. pela Telemar Participações S.A. no âmbito da reorganização societária anunciada pela Oi S.A. em fatos relevantes de 2.10.2013 e 20.2.2014 e em comunicados ao mercado. Fundamentando esse questionamento, a Tempo Capital indicou, no âmbito das consultas, que as ações ordinárias de emissão da Oi S.A. não gozavam de dispersão quando do anúncio da operação.

[2] "Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: (...)

II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;"

[3] "Capítulo V – Critério de liquidez

Art. 9º. A condição de liquidez prevista na alínea "a", inciso II, do art. 137 da Lei nº 6.404, está atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integrar um dos seguintes índices gerais representativos de carteira de valores mobiliários:

I – Índice Brasil 50 – IbrX-50; ou

II – Índice Bovespa – IBOVESPA

Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data da assembleia para aprovação da operação."

[4] Cf. Votos por mim proferidos nos Processos Administrativos nº SP2007/0052, SP2007/0039 e SP2007/0055, decididos em 7.9.2012.

[5] Cf. Deliberação CVM nº 463, de 2003: "IX - A requerimento de membro do Colegiado, do Superintendente que houver proferido a decisão recorrida, ou do próprio recorrente, o Colegiado apreciará a alegação de existência de erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, corrigindo-os se for o caso, sendo o requerimento encaminhado ao Diretor que tiver redigido o voto vencedor no exame do recurso, no mesmo prazo previsto no item I, e por ele submetido ao Colegiado para deliberação."

[6] "Em função do acima exposto, voto por assegurar o direito de recesso aos acionistas titulares de ações ordinárias de emissão da Oi se, na data da assembleia geral que deliberar sobre a Incorporação de Ações da Oi, estiverem presentes os requisitos de liquidez e dispersão das ações de sua emissão, nos termos do art. 137, II, da Lei nº 6.404, de 1976."

[7] "Diante do exposto acima, entendo que: (iii) os requisitos de liquidez e dispersão das ações de emissão da Oi, para fins do exercício do direito de recesso previsto no art. 252 da Lei nº 6.404, de 1976, pelos acionistas minoritários, deverão ser averiguados na data da assembleia geral da Companhia que deliberar sobre a Incorporação de Ações da Oi; (...)"