

**PROCESSO ADMINISTRATIVO RJ-2011-2854**

Reg. Col. 7729/2011

**Requerente:** Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações  
**Interessadas:** Telemar Norte Leste S.A. e Tele Norte Leste Participações S.A.  
**Assunto:** Recurso contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas

**RELATÓRIO**

**1. Do objeto**

1. Cuida-se de recurso interposto por Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações (“Tempo Capital” ou “Recorrente”) contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) que apreciou reclamação relacionada ao cumprimento do dever de informação pelos administradores da Telemar Norte Leste S.A. (“TMAR”) e da Tele Norte Leste Participações (“TNL”), por ocasião dos aumentos de capital, mediante subscrição privada de ações, ocorridos em março de 2011.
2. Os aumentos de capital foram realizados no âmbito do processo de reestruturação societária destinado a viabilizar a chamada aliança industrial entre a Portugal Telecom, SGPS S.A. (“Portugal Telecom”) e a Telemar Participações S.A. (“TmarPart”) e suas controladas TNL e TMAR (sendo TmarPart, TNL e TMAR em conjunto referidas como “Empresas Oi”).
3. Em 28.7.2010, as Empresas Oi divulgaram Fato Relevante informando a celebração de termo de intenções para a formação da aliança industrial com Portugal Telecom. Em 25.1.2011, publicaram novo Fato Relevante delineando as operações necessárias à implementação da aliança, notadamente a futura aprovação, pelos conselhos de administração de TNL e TMAR, de aumentos de capital.
4. Em 21.2.2011, TNL e TMAR divulgaram, mediante Aviso aos Acionistas, informações detalhadas sobre os aumentos de capital que naquele dia haviam sido aprovados pelos conselhos de administração. Ficou nesse momento estabelecido que os acionistas das companhias teriam 30 (trinta) dias contados a partir do dia 22 de fevereiro de 2011, ou seja, até o dia 24 de março de 2011, às 14:00 horas, horário de Brasília, para exercer seus direitos de preferência na subscrição de ações, bem como para manifestar pedido firme de subscrição de sobras.

**2. Da Reclamação**

5. Em sua reclamação, protocolada na CVM em 10.3.2011, Tempo Capital alegou que as informações divulgadas por TMAR e TNL sobre os referidos aumentos de capital eram

insuficientes à luz do disposto no Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2008, que estabelece o conjunto mínimo de informações a ser divulgado previamente à realização de assembleia convocada para deliberar aumento de capital mediante subscrição particular de ações. Faltariam, a seu ver, informações acerca (i) da aquisição pela Portugal Telecom de ações de emissão da TNL e da TMAR, e (ii) da intenção dos acionistas integrantes do bloco de controle AG Telecom Participações S.A. (“AG Telecom”), Luxemburgo Participações S.A. (“Luxemburgo”), LF TEL S.A. (“LF TEL”), BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”), Fundação Atlântico de Seguridade Social (“FASS”), Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“PREVI”), Fundação Petrobras de Seguridade Social – PETROS (“PETROS”) e Fundação dos Economistas Federais – FUNCEF (“FUNCEF” e em conjunto com os anteriores “Acionistas do Bloco de Controle”) de participar dos aumentos, como prescrito no item 5, alínea e, do aludido Anexo 14, onde se lê:

“5. Em caso de aumento de capital mediante subscrição de ações: [...] e. Em se tratando de subscrição particular, informar se as partes relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, subscreverão ações no aumento de capital, especificando os respectivos montantes, quando esses montantes já forem conhecidos.”

6. Nesse tocante, Tempo Capital ressaltou que, em apresentação feita a seus acionistas em 28.1.2011, Portugal Telecom havia divulgado os seguintes dados sobre a participação dos Acionistas do Bloco de Controle, que, no entanto, não foram confirmados nem infirmados pela TMAR e pela TNL:

“BNDES, Previ, Petros e Funcef não irão participar no aumento de capital da Tpart”

“AG e LF irão usar parte do dinheiro recebido da PT para participar no aumento de capital da Telemar”

“Aumento de capital na TPart – apenas PT, AG, LF e FASS subscrevem as novas ações: (a) Capital da PT, AG, LF: 800 milhões de reais; (b) Nova dívida a ser contraída na TmarPart – estima em 600 milhões de reais”

7. Adicionalmente, Tempo Capital destacou, em sua reclamação, que não se encontravam informadas no Formulário de Referência da TNL as participações no capital social dessa companhia detidas pelos acionistas controladores AG Telecom e LF TEL, muito embora tais participações não tenham sido mencionadas por Portugal Telecom em apresentação feita a seus investidores.

8. Por fim, Tempo Capital alegou que o prazo fixado para o exercício do direito de preferência nos aumentos de capital era inadequado, uma vez que se encerraria em 24.3.2011, a poucos dias da data limite para a divulgação das demonstrações financeiras auditadas da TMAR e da TNL, referentes ao exercício de 2010. Isso ensejaria, em sua opinião, a assimetria informacional entre minoritários e controladores, pois seria de se presumir que estes últimos teriam a possibilidade de decidir sua participação nos aumentos dispondo das informações financeiras ainda não compartilhadas com o mercado.

9. Com base nesses argumentos, Tempo Capital solicitou à CVM que determinasse à TNL e à TMAR (i) a divulgação de maiores informações sobre os aumentos de capital, especialmente sobre a intenção dos Acionistas do Bloco de Controle e da Portugal Telecom de subscrever ações; e (ii) a suspensão dos aumentos de capital até a divulgação ao mercado das informações faltantes, tendo em vista o risco de os acionistas controladores estarem decidindo sua participação nos aumentos de capital com base em informações assimétricas.

### 3. Da manifestação das reclamadas TNL e TMAR

10. Instadas a se manifestarem pela CVM, as reclamadas TNL e TMAR declararam, em síntese, que já haviam prestado ao mercado as informações necessárias e exigidas pela legislação vigente de que dispunham, inclusive sobre (i) os montantes mínimos que seriam subscritos por TmarPart e TNL nos aumentos de capital da TNL e da TMAR, respectivamente; e (ii) o compromisso de Portugal Telecom adquirir da TmarPart ações da TNL e da TNL, ações da TMAR, por preços iguais aos anunciados para os aumentos de capital.

11. No que concerne especificamente à divulgação da intenção dos Acionistas do Bloco de Controle de participar dos aumentos de capital, TNL e TMAR argumentaram que:

- (i) tal informação não era legalmente exigida, haja vista ser o Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009 aplicável aos aumentos de capital aprovados em assembleia de acionistas, embora, no caso, os aumentos tenham sido aprovados pelos conselhos de administração das companhias;
- (ii) os Acionistas do Bloco de Controle ainda não haviam confirmado sua intenção de participar dos aumentos de capital;
- (iii) o Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009 não exige que tal informação seja divulgada se não tiver sido tomada a decisão de subscrição, considerando o disposto na parte final da o item 5, alínea e:

“5. Em caso de aumento de capital mediante subscrição de ações: [...] e. Em se tratando de subscrição particular, informar se as partes relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, subscreverão ações no aumento de capital, especificando os respectivos montantes, quando esses montantes já forem conhecidos” (grifou-se)

12. Quanto à alegada assimetria informacional que resultaria da realização dos aumentos de capital logo antes da divulgação das demonstrações financeiras referentes ao exercício de 2010, TNL e TMAR declararam que:

- (i) o cronograma da reestruturação societária não havia sido estabelecido de maneira a realizar os aumentos de capital anteriormente à divulgação das demonstrações financeiras;
- (ii) não havia qualquer assimetria entre as informações detidas pelos controladores e os minoritários, uma vez que os resultados financeiros das companhias referentes a 2010 haviam sido antecipadamente divulgados em 3.3.2011.

### 4. Do entendimento da SEP sobre a reclamação

13. No que concerne à reclamação, a SEP, por meio do Relatório de Análise RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº017/11, de 29.3.2011, e do Memorando MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº033/11, de mesma data, ressaltou que no Fato Relevante de 25.1.2011 havia sido contemplada a maior parte das informações previstas no Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009. Não obstante, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2011-1179, fora enviado, em 18.3.2011, o Ofício CVM/SEP/GEA-4/Nº043/11, solicitando à TNL e à TMAR a divulgação das informações do aludido Anexo 14 que ainda não tinham sido prestadas ao público. Ainda por meio do mesmo Ofício, a SEP determinou a divulgação da expectativa de aquisição, pela Portugal Telecom, de ações de emissão da TNL e da TMAR, que já havia sido publicamente anunciada em apresentação feita pela Portugal Telecom a seus investidores.

14. Em atendimento ao aludido Ofício, TNL e TMAR divulgaram, em 23.3.2011, antes da abertura do pregão da Bovespa, Avisos aos Acionistas, com esclarecimentos adicionais sobre os aumentos de capital. Nessa oportunidade, as companhias afirmaram que os Acionistas do Bloco de Controle ainda não haviam confirmado se, em qual grau, exerceriam eventuais direitos de preferência e de subscrição de sobras.

15. De outra parte, a SEP ressaltou que, de fato, como alegado pela Recorrente, o Formulário de Referência da TNL não informava as participações no capital social da companhia detidas por AG Telecom e LF TEL. Desta feita, caberia o envio de ofício à TNL requerendo a retificação do item 15.1 de seu Formulário de Referência, com a inclusão das participações acionárias omitidas.<sup>1</sup>

16. Tendo em vista as diligências que já haviam sido adotadas para assegurar a adequada divulgação de informações sobre os aumentos de capital, a SEP alcançou as seguintes conclusões sobre a reclamação:

- (i) o pedido de suspensão dos aumentos de capital era juridicamente impossível, haja vista a ausência de previsão legal;
- (ii) TNL e TMAR divulgaram as informações mínimas previstas na normatização da CVM sobre os aumentos de capital, de modo que não se justificaria a apuração de responsabilidade dos administradores pela eventual deficiência na prestação de informações;
- (iii) TNL e TMAR justificaram que os Acionistas do Bloco de Controle não haviam confirmado sua intenção de participar dos aumentos de capital, o que impossibilitou a divulgação ao mercado de informações sobre isso;
- (iv) tal justificativa encontrava respaldo na parte final do disposto no item 5.e do Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009, não sendo exigível das companhias que prestassem informações que ainda não eram conhecidas;
- (v) que não havia indícios mínimos que indicassem, no caso, a existência de assimetria informacional entre controladores e minoritários.

## 5. Do recurso

17. Em 17.5.2011, após a realização dos aumentos de capital, Tempo Capital interpôs recurso contra a decisão da SEP, no qual aborda, especificamente, “a extensão de informações que precisariam ter sido divulgadas pelas Reclamadas, quando da realização dos aumentos de capital”. Voltou a afirmar, nessa oportunidade, que TNL e TMAR violaram o comando estabelecido no item 5 da alínea *e* do Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009 na medida em que não haviam divulgado a intenção dos Acionistas do Bloco de Controle de participar das subscrições de ações.

18. De acordo com a Recorrente, a justificativa apresentada pelas companhias – segundo a qual tais informações não foram divulgadas porque não eram conhecidas – seria inaceitável, por duas razões. A uma, porque Portugal Telecom havia divulgado a seus investidores informações sobre a participação dos Acionistas do Bloco de Controle nos aumentos de capital, sendo de se supor que estas também eram de conhecimento da TNL e da TMAR. A duas, porque “existe uma unidade de políticas administrativas, operacionais e financeiras” entre companhias controladas e controladoras, que afasta a possibilidade de as controladas TNL e TMAR desconhecerem as intenções de seus controladores.

19. Por fim, a Recorrente alegou no recurso que a omissão das aludidas informações se revelou prejudicial aos investidores. Argumentou, nessa direção, que após a realização dos aumentos,

---

<sup>1</sup> Tal diligência foi cumprida por meio do Ofício CVM/SEP/GEA-4/Nº050/11, de 29.3.2011.

descobriu que os controladores LF TEL e AG Telecom exerceram o direito de preferência exclusivamente em relação ao papel TMAR5, o que resultou no descolamento dos preços das ações de emissão de TMAR em relação aos preços das ações de TNL, nos 20 (vinte) pregões que se seguiram aos aumentos de capital.

## 6. Do entendimento da SEP sobre o recurso

20. A SEP, por meio do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº041/11, de 2.6.2011 e do MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº069/11, de mesma data, manifestou-se pela manutenção da decisão recorrida. Além de reiterar argumentos já expostos no Relatório de Análise RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº017/11, de 29.3.2011, a SEP fez novas observações, dentre as quais se destacam:

- (i) “a ICVM 481 ou mesmo a Lei Societária não trazem a presunção absoluta (ou mesmo relativa) como crê a Recorrente, de que existiria uma ‘consciência única’ entre acionista controlador e companhia controlada, como se fossem a mesma pessoa”;
- (ii) “não há como garantir ou obrigar que a companhia (representada por seus administradores) divulgue informações sobre as vontades ou intenções de seus acionistas controladores, pois é possível que estas sejam desconhecidas pela mesma”;
- (iii) “as ações de TMAR5 adquiridas pelos Controladores Indiretos LF Tel e AG Telecom representaram apenas 19%, em termos monetários, do aumento de capital ocorrido em TMAR5”;
- (iv) “além das ações TMAR5 adquiridas por LF Tel e AG Telecom nos aumentos de capital em questão (possuindo diretamente, cada um, cerca de 3,3% do capital de TMAR), LF Tel e AG Telecom (através da Luxemburgo), também possuem posições diretas em ações TNLP3 e TNLP4 (representando, conjuntamente, cerca de 4,8% do capital total da TNL)”;
- (v) “não é possível afirmar (...) que a ‘preferência’ demonstrada por LF Tel e AG Telecom pelas ações de TMAR5 seja a única explicação possível para a valorização de tais ações;” e
- (vi) “a diferença nos comportamentos dos preços de ações de TNL e TMAR (ou, nas palavras da Recorrente, a ‘disparidade de oscilações entre as ações das Reclamadas, considerando-se, inclusive, que as mesmas integram um mesmo grupo econômico’) representa um fenômeno frequentemente observado”.

21. Em 7.6.2011, o presente Processo foi sorteado em reunião de Colegiado, tendo sido designado como Relator o Diretor Otavio Yazbek. Em missivas protocoladas na CVM em 23.9.2011 e 3.10.2011, Tempo Capital apresentou memoriais reiterando os argumentos formulados. Em 10.1.2014, o presente processo foi redistribuído à Diretora Ana Novaes, tendo em vista o término do mandato do Diretor Otavio Yazbek. Em 27.1.2015, foi redistribuído para mim, nos termos do art. 10 da Deliberação nº 558/2008.

## VOTO

1. Diversos processos foram instruídos pela SEP para apreciar a legalidade das operações societárias que ensejaram a entrada da Portugal Telecom no bloco de controle das Empresas Oi. Não cabe aqui, portanto, fazer uma apreciação geral sobre essas operações, mas examinar a questão suscitada no recurso ora em apreço, qual seja, a possível violação, por parte das administrações da TNL e da TMAR, do comando previsto no item 5, alínea *e*, do Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009, por ocasião dos aumentos de capital realizados em março de 2011.

2. De acordo com o referido preceito normativo, em caso de aumento de capital mediante subscrição particular de ações, a companhia deve divulgar, previamente à realização da deliberação assemblear, a seguinte informação:

“5. Em caso de aumento de capital mediante subscrição de ações: [...] *e*. Em se tratando de subscrição particular, informar se as partes relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, subscreverão ações no aumento de capital, especificando os respectivos montantes, quando esses montantes já forem conhecidos.”

3. Verifica-se nos autos que TNL e TMAR divulgaram, por meio de Fato Relevante publicado em 25.1.2011, informações sobre as intenções de TmarPart e de TNL em subscrever ações nos aumentos de capital da TNL e da TMAR, respectivamente. No entanto, nessa ocasião, as companhias não informaram se os Acionistas do Bloco de Controle teriam a intenção de participar dos referidos aumentos de capital. Por meio dos Avisos aos Acionistas publicados em 21.2.2011, as companhias esclareceram que tal informação não fora divulgada, porque os referidos acionistas controladores não haviam confirmado se, e em qual grau, exerceriam seus direitos de preferência e de subscrição de sobras.

4. Segundo a SEP, tal justificativa ampara-se na regulamentação vigente à época, tendo em vista a ressalva, contida na parte final do item 5, alínea *e*, do Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009, de que os montantes a serem subscritos pelas partes relacionadas devem ser divulgados, “quando esses montantes já forem conhecidos.”

5. A SEP observa ainda que todos os acionistas das companhias, inclusive os controladores, dispuseram do mesmo prazo para decidir se participariam dos aumentos de capital, não se podendo, portanto, descartar a possibilidade de os controladores terem tomado sua decisão apenas ao final do prazo. Por isso, não se poderia exigir da TNL nem da TMAR que divulgassem uma informação que, possivelmente, ainda não existia ou não era conhecida.

6. Contrapondo-se à opinião da SEP, a Recorrente considera inaceitável a justificativa, por duas razões. Em primeiro lugar, alega que TNL e TMAR não poderiam desconhecer as intenções de seus controladores, porque, no direito societário brasileiro, “existe uma unidade de políticas administrativas, operacionais e financeiras” entre companhias controladas e controladoras. Daí porque não seria dado à TNL nem à TMAR desconhecer as intenções de subscrição de seus acionistas controladores.

7. No entanto, concordo com a SEP de que o argumento não procede. Não vejo como alcançar a partir do conceito de poder de controle a conclusão de que as companhias controladas têm necessariamente conhecimento das decisões adotadas por seus acionistas controladores. Noto, em sentido diverso, que a legislação reconhece a possibilidade de os acionistas controladores deterem informações que não são compartilhadas com suas controladas. Tanto é assim que a CVM tem se

preocupado em assegurar a necessária cooperação dos controladores em relação às informações a serem prestadas pelas companhias abertas que controlam. Mencione-se nesse sentido o art. 43 da Instrução CVM nº 480/2009 segundo o qual “o controlador deve fornecer tempestivamente ao emissor todas as informações necessárias ao cumprimento da legislação e da regulamentação do mercado de valores mobiliários”. Sublinhe-se ainda, nessa mesma direção, o disposto no § 1º do art. 7º da Instrução CVM nº 481 que estabelece que os acionistas controladores devem fornecer, em tempo hábil, todas as informações e documentos necessários para que o diretor de relações com investidores da companhia aberta cumpra as disposições previstas na referida Instrução.

8. O segundo argumento apresentado pela Recorrente relaciona-se à divulgação por Portugal Telecom de informações sobre a intenção de determinados acionistas controladores em participar das subscrições de ações, que não constavam do Fato Relevante publicado pela TNL e a TMAR em 25.1.2011 nem dos Avisos aos Acionistas divulgados em 21.2.2011. Com efeito, em apresentação a investidores realizada em 28.1.2011, Portugal Telecom informou que:

“BNDES, Previ, Petros e Funcef não irão participar no aumento de capital da Tpart [TNT]”

“AG e LF irão usar parte do dinheiro recebido da PT para participar no aumento de capital da Telemar”

“Aumento de capital na TPart – apenas PT, AG, LF e FASS subscrevem as novas ações: (a) Capital da PT, AG, LF: 800 milhões de reais; (b) Nova dívida a ser contraída na TmarPart – estima em 600 milhões de reais”

9. Concordo com a Recorrente que tal fato constitui uma evidência de que Portugal Telecom dispunha de informações sobre a participação dos acionistas controladores nos aumentos de capital que a TNL e a TMAR afirmavam desconhecer. E se a Portugal Telecom detinha tais informações, como parece, é razoável supor que os acionistas controladores, mencionados por Portugal Telecom, também detinham.

10. Nada obstante, entendo que não procede à alegação da Recorrente quanto à insuficiência das informações divulgadas, nos Fatos Relevantes e nos Avisos a Acionistas que antecederam a realização dos aumentos de capital da TNL e da TMAR, no que se refere à intenção dos Acionistas do Bloco de Controle de participar dos referidos aumentos. Isto porque a divulgação de tais informações não era exigida pela regulamentação vigente à época dos fatos. O Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009 – que segundo a Recorrente teria sido descumprido no presente caso – estabelece o conjunto mínimo de informações que devem ser divulgadas previamente à realização de assembleia geral de acionistas convocada para deliberar sobre aumento de capital mediante subscrição particular de ações. No presente caso, contudo, os aumentos de capital foram aprovados no âmbito dos conselhos de administração da TNL e da TMAR.

11. À época dos fatos havia apenas a recomendação da SEP, externada no Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº004/2011 (divulgado em 15.3.2011), de que fossem divulgadas, por ocasião de aumentos de capital aprovados em reunião de conselho de administração, as informações estabelecidas no Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009. Confira-se a propósito o item 27.5 do Ofício-Circular:

“Ainda que a operação de aumento de capital venha a ser deliberada em reunião do Conselho de Administração, recomenda-se o envio das informações previstas no referido Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/09 (...).”

12. Tal cenário alterou-se com a entrada em vigor, em 1º de janeiro de 2015, da Instrução CVM nº 552/2014, que acrescentou o Anexo 30-XXXII à Instrução CVM nº 480/2009, estabelecendo o conjunto mínimo de informações que deve ser divulgado acerca dos aumentos de capital aprovados em conselho de administração. O art. 2º, inciso IV, contém comando análogo ao disposto no item 5, alínea e, do Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2014, exigindo das companhias abertas que informem “se partes relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, subscreverão ações no aumento de capital, especificando os respectivos montantes, quando esses montantes já forem conhecidos”.

13. De todo modo, o que importa para a apreciação do presente recurso é a constatação de que, à época dos fatos, a regulamentação vigente não exigia dos administradores da TNL e da TMAR que divulgassem ao mercado a informação em comento. Desta feita, a não divulgação dessa informação, nos fatos relevantes e nos avisos a acionistas que antecederam a realização dos aumentos de capital, não é apta a configurar infração regulamentar sancionável pela CVM.

14. De resto, concordo com a SEP de que não se pode afirmar que a omissão dessa informação tenha prejudicado os acionistas minoritários. Nesse ponto, a Recorrente alega que constatou, após a efetuação dos aumentos de capital, que os controladores LF TEL e AG Telecom tinham optado por subscrever apenas ações TMAR5. Em sua opinião, essa “preferência” pelas ações da TMAR teria provocado o “descolamento” dos preços das ações de emissão dessa companhia em relação aos preços das ações de TNL.

15. No entanto, como ressalta a SEP, não se pode atribuir tal “deslocamento” à decisão de LF TEL e AG Telecom de subscrever apenas ações TMAR5, haja vista que:

- (i) as ações de TMAR adquiridas por LF TEL e AG Telecom representaram, em termos monetários, apenas 19% do aumento de capital ocorrido em TMAR;
- (ii) LF TEL e AG Telecom detinham também, por meio do veículo Luxemburgo, ações TNLP3 e TNLP4; e
- (iii) o “descolamento” dos preços das ações de emissão da TMAR em relação aos das ações de emissão da TNL era fenômeno frequentemente observado no histórico dos papéis.

16. Por todo exposto, voto pelo indeferimento do recurso.

Rio de Janeiro, 24 de fevereiro de 2015

*(original assinado por)*

Pablo Renteria

Diretor-Relator