



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM RJ2012/3863

Reg. Col. 8790/2013

Requerente: Oi S.A.
Interessadas: Telefônica Brasil S.A. e Telemar Norte Leste S.A.
Assunto: Recurso contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas

RELATÓRIO

I. Do objeto

1. Cuida-se de recurso interposto por Oi S.A. (“Oi” ou “Recorrente”) contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) que apreciou reclamação da Telefônica Brasil S.A. (“Telefônica” ou “Reclamante”), na qualidade de acionista da Telemar Norte Leste S.A. (“Telemar” ou “Companhia”), acerca de suposta supressão do seu direito de recesso na incorporação de ações da Telemar pela Coari Participações S.A. (“Coari”).

II. Da Reclamação e Posteriores Manifestações das Partes

2. Em assembleias gerais extraordinárias realizadas em 27.2.2012, Telemar e Coari aprovaram a incorporação de ações daquela companhia por esta (“Operação”), promovida no âmbito da reorganização societária do Grupo Oi. Em 27.3.2012, a Telefônica encaminhou à Telemar, à Oi e à Coari, com cópia para a CVM, correspondência por meio da qual manifestou sua dissidência em relação à aprovação da incorporação de ações da Companhia pela Coari e reclamou que o exercício do direito de retirada do qual seria titular não teria sido atendido (fls. 01-02).

3. A Companhia, em conjunto com a Oi, protocolaram na CVM, em 6.6.2012, correspondência visando a esclarecer as razões que levaram à recusa do exercício de tal direito por parte da Reclamante (fls. 12-15). Nesse sentido, afirmou que a totalidade das ações de sua emissão detidas pela Telefônica se encontrava bloqueada em razão do disposto no art.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

19¹ do Decreto-Lei nº 1.376/1974, que regulamenta, entre outros assuntos, os recursos aplicados no Fundo de Investimentos no Nordeste (“FINOR”).

4. Desse modo, as ações permaneceriam bloqueadas até a implementação do correspondente projeto incentivado, momento em que é expedido o Certificado de Empreendimento Implantado (“CEI”).

5. Não tendo os projetos da Companhia sido concluídos à época da Operação, o respectivo CEI ainda não teria sido emitido e, por conseguinte, as ações detidas pela Reclamante ainda seriam intransferíveis. Por isso, a Telemar não poderia conferir o direito de recesso à Telefônica.

6. Em 19.7.2012, a Telefônica protocolou resposta à correspondência da Oi e da Companhia (fls. 27-33). Nessa oportunidade, afirmou, primeiramente, que um dos projetos incentivados, conduzido por uma concessionária que viria a ser incorporada pela Telemar, já teria recebido o CEI. Ressaltou, adicionalmente, que a Companhia não vinha prestando informações sobre o andamento dos projetos, de modo que a negativa ao exercício do direito de retirada não se encontrava devidamente justificada.

7. Argumentou, em seguida, que o direito de retirada não se confunde com a alienação intencional de ações, pois que aquele é direito essencial do acionista, conforme previsto no art. 109, V, da Lei nº 6.404/1976,² e, em razão disso, “*exceções a tal direito só são admissíveis diante de previsão legal expressa e nos estritos termos da restrição imposta*” (fl. 30). Nessa linha, a Reclamante alegou que há apenas uma exceção ao direito de recesso prevista no âmbito das normas que regulam o FINOR. Trata-se da regra contida no art. 2º do

¹ “Art. 19. As ações adquiridas na forma do caput do art. 18, bem assim as de que trata o § 2º do mesmo artigo, serão nominativas e intransferíveis, até a data de emissão do certificado de implantação do projeto pela agência de desenvolvimento competente.

§ 1º Excepcionalmente, em casos de falência, liquidação do acionista ou se for justificadamente imprescindível para o bom andamento do projeto, a agência de desenvolvimento poderá autorizar a alienação das ações a que se refere este artigo.

§ 2º Serão nulos de pleno direito os atos ou contratos que tenham por objeto a oneração, a alienação ou promessa de alienação, a qualquer título, das ações a que se refere este artigo, celebrados antes do término do prazo do período de inalienabilidade ou sem observância do disposto no § 1º.”

² “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

(...)

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Decreto-Lei nº 1.419/1975,³ que abrange apenas as hipóteses de retirada abarcadas pelos incisos I e II do art. 136 da Lei nº 6.404/1976,⁴ que não guardam relação com o caso concreto.

8. Sobre o suposto bloqueio das ações de sua titularidade, a Telefônica afirmou que a aquisição dessas ações se deu não sob a forma do art. 18 do Decreto Lei nº 1.376/1974⁵, mas sim do art. 17,⁶ que não sujeita os papéis a qualquer indisponibilidade ou bloqueio, conforme inclusive entendimento já externado pela CVM, por meio do Parecer CVM/SJU nº 33/1987.

9. A Reclamante também ressaltou que, desde a privatização do Sistema Telebrás, não mais participa, direta ou indiretamente, do bloco de controle da Telemar. Como o art. 18 do Decreto-Lei menciona pessoas jurídicas ou grupo de pessoas que detenham ao menos 51% do capital votante da sociedade titular do projeto beneficiário, não faria mais sentido manter o bloqueio de suas ações.

³ “Art. 2º Para o cumprimento do disposto no § 2º do artigo 8º do Decreto-lei nº 1.376, de 12 de dezembro de 1974, com a alteração introduzida pelo art. 1º deste Decreto-lei, não se aplicam as disposições dos artigos 106 e 107 do Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940.”

⁴ “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;

II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; (...).”

⁵ “Art. 18. As agências de desenvolvimento regional e setorial e as entidades operadoras dos Fundos assegurarão às pessoas jurídicas ou ao grupo de empresas coligadas, que, isolada ou conjuntamente, detenham pelo menos 51% (cinquenta e um por cento) do capital votante da sociedade titular do projeto beneficiário do incentivo, a aplicação, nesse projeto, de recursos equivalentes a 80% (oitenta por cento) dos valores das opções de que tratam os itens I a V do art. 11 deste decreto-lei.

§ 1º Na hipótese de que trata este artigo, serão obedecidos os limites de incentivos fiscais constantes do esquema financeiro aprovado para o projeto, ajustado pelos orçamentos anuais dos Fundos.

§ 2º Nos casos de participação conjunta, será observado o limite mínimo de 20% (vinte por cento) do capital votante para cada pessoa jurídica ou grupo de empresas coligadas.

§ 3º Considera-se empresas coligadas, para os fins deste artigo, aquelas cuja maioria do capital social seja controlada, direta ou indiretamente, há mais de 2 (dois) anos, pela mesma pessoa física ou jurídica, compreendida também esta última como integrante do grupo.

§ 4º Exclusivamente quanto ao exercício de 1975, será garantida as pessoas jurídicas detentoras de certificados de valor nominal superior a Cr\$ 100.000,00 (cem mil cruzeiros) e que não participem de projeto próprio, a aplicação do montante que exceder essa quantia, em projeto no qual já tenham feito aplicação de recursos de incentivos fiscais no decorrer do exercício de 1974.”

⁶ “Art. 17. As quotas emitidas na forma do parágrafo 1º do artigo 15 poderão ser convertidas, à escolha do investidor, em títulos pertencentes aos Fundos, de acordo com as respectivas cotações.

Parágrafo único. O Conselho Monetário Nacional fixará as condições e os mecanismos de conversão de que trata esse artigo.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. Por fim, para sustentar que as ações em questão não eram de fato intransferíveis, citou operações de incorporação levadas a cabo pela Oi e pela Telemar (como aquela envolvendo a Coari), nas quais teria havido transferência dos valores mobiliários incentivados quando da troca de ações de emissão da incorporada por ações de emissão da incorporadora. Ou seja, assim como ocorreria no caso do exercício do direito de recesso, os valores mobiliários em questão já teriam sido objeto de transferências anteriores, o que comprovaria a sua disponibilidade.

11. Em 9.11.2012, Oi e Telemar apresentaram, em conjunto, resposta à manifestação da Reclamante (fls. 39-48). Em primeiro lugar, ressaltaram que a Telefônica era parte do grupo de empresas coligadas que formava o Sistema Telebrás à época da opção de aplicação de recursos incentivados na forma do Decreto Lei nº 1.376/1974, razão pela qual o investimento teria se dado na forma do art. 18 desse diploma legal. Assim, devido ao disposto pelo art. 19, as ações seriam intransferíveis.

12. Argumentou, sobre esse ponto, que o fato de a Reclamante e a Telemar não fazerem mais parte do mesmo grupo não autorizaria o desbloqueio das ações, o que somente poderia ser efetuado mediante requerimento à Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste (“SUDENE”).

13. Em seguida, alegou que o direito de recesso tem natureza excepcional, sendo cabível em condições específicas, nos estritos limites legais. Desse modo, o já citado art. 19 vedaria a transferência, a qualquer título, das ações adquiridas no contexto dos projetos de incentivo fiscal, inclusive o exercício do direito de recesso, que “*implicaria na transferência voluntária das ações da Telefônica para a tesouraria da Companhia*” (fl. 43).

14. No que se refere à operação de incorporação de ações no âmbito da reorganização societária das companhias integrantes do grupo econômico da Oi, alegou que a substituição dos papéis, nessa hipótese, se dá por força da lei. Por essa razão, não incidiria o bloqueio de ações previsto no art. 19 do citado Decreto-Lei.

15. Em sua resposta, Oi e Telemar argumentaram ainda que o art. 2º do Decreto Lei nº 1.419/1975 - que estabelece hipóteses no qual o direito de recesso é afastado nas companhias



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

incentivadas – não se aplica ao caso em exame. Tal dispositivo, segundo alegam, se aplicaria às ações de emissão da companhia preexistentes à emissão das ações incentivadas. Como essas ações poderiam gozar de vantagens superiores às emitidas anteriormente, caberia, em princípio, em favor dessas últimas o direito de retirada, “*o que resultaria num ônus adicional (...) que afastaria de vez as companhias interessadas em desenvolver os projetos cruciais para o desenvolvimento regional*” (fl. 46).

16. Desta feita, “*a exceção trazida pelo DL nº 1.419/75, portanto, não teve por objetivo excluir o direito de retirada das ações incentivadas (o que, aliás, não precisava fazê-lo, tendo em vista o disposto no art. 19 do DL nº 1.376/74), mas sim, de uma forma geral e ampla, afastar a aplicação do direito de recesso para as ações existentes de uma companhia, caso pretendesse ela emitir novas ações nos termos dos planos de incentivo fiscal*” (fl. 46).

17. A Recorrente também defendeu que a operação de reembolso, decorrente do exercício do direito de recesso, traduz hipótese de alienação realizada pelo acionista, que transfere suas ações à companhia, recebendo em contrapartida o valor correspondente. Assim, o exercício de tal direito por parte da Reclamante seria alcançado pela vedação contida no art. 19 do Decreto Lei nº 1.376/1974.

III. Do Entendimento da SEP

18. Por meio do RA/CVM/SEP/GEA-4/nº101/12 (fls. 88-116), a SEP manifestou seu entendimento no sentido de que a Telefônica poderia exercer o direito de recesso em relação às ações incentivadas por ela detidas.

19. Inicialmente, a área técnica fez remissão ao Parecer CVM/SJU nº 23/1983, segundo o qual o referido art. 19 não excepciona o direito de recesso, uma vez que o reembolso das ações no caso do exercício desse direito não configuraria operação de alienação, mas, sim, operação de reembolso.

20. No que concerne ao art. 2º do Decreto Lei nº 1.419/1975, a SEP, acompanhando o entendimento exarado pelos Pareceres CVM/SJU nº 23/1983 e 28/1980, entendeu que tal dispositivo se aplica às ações incentivadas, ao contrário do alegado por Oi e Telemar. Dessa



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

maneira, *a contrario sensu*, o recesso seria admissível nas hipóteses não mencionadas no dispositivo.

21. A área técnica argumentou, em seguida, que a intransferibilidade imposta pelo art. 19 do Decreto Lei nº 1.376/1974 não se aplica ao direito de recesso em razão de sua natureza. Com base em lições de Fábio Konder Comparato⁷ e José Luiz Bulhões Pedreira,⁸ afirmou que o direito de recesso é um “*contradireito potestativo do acionista em relação a um poder legal da assembleia*” (fl. 113), assim como direito individual e formador. Desse modo, seria instituto bastante diferente da alienação patrimonial.

22. Quanto à finalidade da inalienabilidade prevista na norma em exame, a SEP citou o seguinte trecho da Exposição de Motivos do Decreto Lei nº 1.376/1974:

“Em sequência, as mudanças introduzidas no artigo 19 do Decreto-Lei n.º 1.376/74 complementam as alterações feitas na redação do artigo 18, supracitado.

Em essência, pretende-se eliminar a possibilidade de negócios especulativos com ‘projetos próprios’ incentivados, estabelecendo-se a inalienabilidade das ações ordinárias, referentes à participação em projetos comuns, e das ações incentivadas, restringindo-se as hipóteses de transferência dessas ações a casos excepcionais, que venham a ocorrer antes dos projetos serem considerados implantados pelas agências de desenvolvimento” (grifos da SEP).

23. Concluiu, então, que a intenção da norma foi coibir operações especulativas para impedir que as companhias detentoras de projetos próprios “monetizassem” os incentivos fiscais recebidos por meio da alienação de suas ações antes da finalização dos projetos.

24. A área técnica ressaltou, ainda, que há muito tempo a Telefônica não integra o bloco de controle da Telemar. Por isso, a Reclamante não teria ingerência sobre os projetos incentivados e não poderia influenciar na sua conclusão, a fim de desbloquear suas ações.

⁷ Fábio Konder Comparato, *O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação*, In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 116, Out/Dez 1999, p. 11.

⁸ De acordo com esse autor, “[o] direito de retirada é direito formador (ou formativo) – consiste no poder que a lei confere ao acionista de interferir, mediante manifestação unilateral de vontade, na esfera jurídica da companhia e criar para esta a obrigação de pagar-lhe o valor de reembolso das suas ações. Esse poder jurídico somente é exercitável nos casos expressamente previstos na LSA: até que ocorra a causa do direito de retirada prevista na lei, o direito do acionista não está completo – o acionista não pode obrigar a companhia a pagar-lhe o valor de reembolso das suas ações” (Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira (coord.), *Direito das Companhias*, vol. 1, 1ª ed., Forense: Rio de Janeiro, p. 339).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

25. Por fim, sugeriu-se que a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) fosse ouvida a respeito do presente processo. Em sua manifestação (fls. 117-129), a PFE seguiu, em termos gerais, as conclusões da SEP.

IV. Do Recurso contra o Entendimento da SEP

26. A Oi protocolou recurso ao Colegiado da CVM em 29.8.2013 contra o entendimento manifestado pela SEP (fls. 153-165).

27. Preliminarmente, a Recorrente destacou que o art. 19 do Decreto Lei nº 1.376/1974 lista, em seu § 1º, as hipóteses em que se admite que a inalienabilidade das ações pode ser excepcionada por decisão da agência de desenvolvimento. Assim, seria essa agência o órgão competente para decidir sobre o exercício do direito de recesso no presente caso, e não a CVM. Além disso, argumentou que referida autorização deveria ter sido obtida dentro do prazo para exercício do direito de retirada, encerrado há muito tempo.

28. No mérito, reiterou que a Telefônica, à época pertencente ao Sistema Telebrás, teria optado por aplicar recursos nos termos do art. 18 do Decreto-Lei em questão. Sendo assim, em função do art. 19 do mesmo Decreto Lei, as ações encontrar-se-iam bloqueadas até a efetiva implantação do respectivo projeto.

29. Em seguida, destacou que os CEI dos projetos incentivados desenvolvidos pela Telemar e suas filiais foram obtidos apenas depois de decorrido o período para exercício do direito de reirada no âmbito da Operação.

30. A Recorrente também reiterou suas considerações a respeito (i) da ocorrência de alienação de ações quando do exercício do direito de recesso; (ii) da natureza excepcional do direito de recesso; e (iii) do que considera ser a correta interpretação da redação do art. 2º do Decreto Lei nº 1.419/1975.

31. Em relação ao entendimento da SEP sobre a finalidade do art. 19 do Decreto Lei nº 1.376/1974, argumentou que, “[s]em entrar no mérito da finalidade daquela norma, fato é que o DL 1.376/74 estabeleceu uma restrição expressa e absoluta à transferência das ações incentivadas oriundas de projetos próprios, até a sua implantação e consequente obtenção do certificado” e que, “[q]uando quis excepcionar certas hipóteses de tal vedação, o legislador o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

fez expressamente, notadamente através do §1º do art. 19 (...) e, ainda assim, mediante expressa autorização da agência de desenvolvimento” (fl. 161).

32. Asseverou, ademais, que não seria correta a alegação de que a intransferibilidade das ações decairia em função da saída da Telefônica do grupo econômico da Telemar. Isso porque o que liberaria as ações não seria a qualidade do acionista (se controlador ou minoritário), mas a obtenção do CEI, o que não teria ocorrido até a Operação. Adicionalmente, o fato de o Decreto Lei nº 1.376/1974 não ter disciplinado a possibilidade de liberação das ações na hipótese de encerramento do vínculo de controle indicaria que seria apenas no momento do investimento que a existência de tal vínculo seria relevante.

33. Alegou também que o § 1º do art. 19 confere apenas à agência de desenvolvimento competência para autorizar a alienação vedada pelo **caput**, sendo a Companhia proibida de fazê-lo. Nas palavras do recurso, essa autorização “*seria responsabilidade que não caberia à Companhia incorrer, sob pena de prejudicar os seus interesses e de seus acionistas*” (fl. 162).

34. Por fim, a Recorrente passou a discorrer sobre o andamento dos projetos incentivados conduzidos pela Telemar. Ressaltou, a esse respeito, que, conforme constou inclusive da manifestação da SEP, a Reclamante não apresentou documentos que comprovassem que a Telemar teria descumprido suas obrigações quanto à execução dos referidos projetos. Nesse sentido, esclareceu que envida os devidos esforços para o seu desenvolvimento e que vem recebendo os CEI gradativamente, mas ressaltou que aqueles nos quais a Telefônica teria participação não teriam recebido tais certificados à época da Operação, o que teria inviabilizado o exercício do direito de rescesso.

V. Da Manifestação da SEP sobre o Recurso

35. Por meio do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº056/13 (fls. 175-177), datado de 2.9.2013, a SEP manteve seu entendimento inicial a respeito da pretensão da Telefônica, tendo adicionado, basicamente, (i) que a situação fática dos projetos não influencia o entendimento da área técnica sobre a questão; e (ii) sobre a competência desta Autarquia para examinar o caso concreto, que “*a CVM não está ‘desbloqueando’ as ações incentivadas, mas apenas*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

interpretando sistematicamente as legislações societária e de incentivos fiscais, conforme vem fazendo há décadas” (fl. 176).

VI. Da Nova Manifestação da Reclamante

36. Em 25.11.2013, a Reclamante apresentou nova manifestação (fls. 178-200) em que, além de ter reiterado os argumentos anteriormente formulados e apresentado atualizações a respeito do andamento de projetos conduzidos pela Telemar, apresentou, em síntese, as seguintes considerações:

- (i) há suposto vício de representação da Oi, em razão de a signatária do seu recurso não constar da procuração da Recorrente, acostada à fl. 150 dos autos;
- (ii) a intransferibilidade das ações só se aplica se sua titular detiver ao menos 50% ou mais do capital votante da sociedade titular do projeto incentivado;
- (iii) determinadas ações de titularidade da Telefônica Ihe foram transferidas posteriormente à privatização do setor de telecomunicações, ou seja, após a separação das companhias que compunham o Sistema Telebrás, sendo certo, assim, *“que no mínimo parte das ações foram originariamente havidas em período em que a telefônica Brasil não fazia parte do Sistema Telebrás e do seu grupo de controle”* (fl. 195); e
- (iv) a prévia autorização da agência de desenvolvimento é necessária apenas ao acionista que quiser comercializar suas ações nos casos de (a) falência; (b) liquidação do acionista; ou (c) se for justificadamente imprescindível para o bom andamento do projeto – não se aplicando, portanto, à hipótese do recesso.

VII. Da Distribuição do Processo

37. Em 10.9.2013, o presente Processo foi sorteado em reunião de Colegiado, tendo sido designada como Relatora a Diretora Luciana Dias. Em 8.9.2015, o presente processo foi redistribuído para mim.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

1. Afasto, de início, a preliminar suscitada pela reclamante quanto ao alegado vício de representação da Recorrente, tendo em vista a procuração acostada às fls. 202-204.
2. No mérito, o recurso diz respeito à admissibilidade do exercício do direito de recesso por parte de titular de ações preferenciais adquiridas ao amparo do Decreto-Lei nº 1.376/1974, comumente denominadas ações incentivadas.
3. Reclamante e Recorrente controvertem fatos em relação aos quais não se alcança conclusão segura, com base nos elementos de prova coligidos nos autos. Com efeito, não se dispõe de informações definitivas sobre a origem dos investimentos realizados pela Reclamante nas sociedades titulares de projetos beneficiários de incentivo fiscal, que foram sucedidas pela Companhia. Nesse tocante, a Reclamante alega que adquiriu as ações preferenciais na forma do art. 17 do Decreto-Lei nº 1.376/1974, que não antepõe restrição à sua circulação. A Recorrente, em contrapartida, aduz que a aquisição se deu nos termos do art. 18 do aludido diploma legal, aplicando-se, por conseguinte, o disposto no art. 19, em virtude do qual as ações seriam *“intransferíveis, até a data de emissão do certificado de implantação do projeto pela agência de desenvolvimento competente”*.
4. Tampouco é possível alcançar conclusão segura quanto ao estágio em que se encontravam os projetos beneficiários de incentivo ao tempo da incorporação de ações da Companhia pela Coari Participações S.A, que, como visto, ocasionou o direito de recesso ora em apreço.
5. Nada obstante, a SEP, secundada pela PFE, entendeu que as dúvidas fáticas não prejudicariam a resolução do mérito da reclamação, pois assistiria razão à Reclamante ainda que se acolhesse a versão dos fatos apresentada pela Recorrente. Isto porque o art. 19 do Decreto-Lei nº 1.376/1974 não teria o condão de afastar o exercício do direito de recesso por parte do titular de ações incentivadas adquiridas na forma do art. 18, como, aliás, já havia sido reconhecido em parecer proferido pela extinta Superintendência Jurídica da CVM em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15.4.1983.⁹ A SEP observou a propósito que, dada a sua natureza peculiar, o direito de recesso não seria alcançado pela vedação imposta pela referida norma, que se destina a coibir a realização de negócios especulativos com as ações incentivadas.

6. Adicionalmente, apoiando-se novamente no parecer da Superintendência Jurídica,¹⁰ a SEP argumentou que as situações nas quais o direito de recesso não é reconhecido em favor das ações incentivadas foram expressamente estabelecidas pelo legislador no art. 2º do Decreto-Lei nº 1.419/1975, as quais correspondem às hipóteses previstas no art. 136, incisos I e II, da Lei nº 6.404/76. *A contrario sensu*, às ações incentivadas seria assegurado o direito de retirada nas demais hipóteses legais, inclusive na incorporação de ações (Lei nº 6.404/76, art. 252, § 1º).

7. Contra tal entendimento, a Recorrente objetou, em síntese, que o referido art. 19 estabelece vedação absoluta e irrestrita à transferência, a qual somente poderia ser afastada por ato da agência de desenvolvimento, nas hipóteses excepcionais previstas em seu § 1º (falência, liquidação do acionista ou se for justificadamente imprescindível para o bom andamento do projeto). Alegou, nessa esteira, que caberia à referida agência, e não à CVM, autorizar a alienação das ações pelo recesso. Em suas palavras, *“a CVM não tem competência para liberar a Reclamante ou a Companhia do devido cumprimento do dispositivo legal, qual seja, o art. 19 do DL 1.376/1974. De fato, a competência para excepcionar a aplicação do Decreto-Lei, que, como se sabe, tem força de lei, cabe apenas à agência de desenvolvimento”* (fl. 155).

8. De outra parte, contestou a interpretação conferida ao citado art. 2º do Decreto-Lei nº 1.419/1975, que, a seu ver, não trataria das ações incentivadas, mas das ações preexistentes em favor das quais poderia ser reconhecido o direito de recesso em caso de criação de ações incentivadas com vantagens superiores.

9. Quanto a este ponto, parece-me correta a interpretação funcional e sistemática do art. 2º sustentada pela Recorrente que, afastando-se da literalidade do texto normativo, vincula a

⁹ De acordo com o Parecer CVM/SJU nº 23/1983, *“a intransferibilidade das ações (...), como determina o artigo 19 do Decreto-Lei nº 1.376/74, não importa em norma excepcionadora do direito de recesso, nem direta, nem indiretamente. Significa, tão-somente, que o acionista não pode, neste prazo, aliená-las a terceiros.”*

¹⁰ Parecer CVM/SJU nº 23/1983.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

aplicação da norma aos fins por ela perseguidos. No âmbito maior de uma reforma legislativa destinada a tornar mais atraente o investimento com incentivos fiscais em projetos relevantes para o desenvolvimento regional e setorial, o Decreto-Lei nº 1.419/1975 excluiu o direito de recesso das ações até então emitidas com o fim de desonerar a companhia (titular do projeto beneficiado) da despesa – muitas vezes, superior ao próprio valor do incentivo fiscal – correspondente ao reembolso que, de outro modo, seria devido aos antigos acionistas prejudicados pela criação das ações incentivadas mais favorecidas.

10. Desse modo, e sem embargo das opiniões dissonantes, considero ainda atual a manifestação contida no Parecer/CVM/SJU/Nº028, de 12.5.1980, segundo a qual:

“Não é feliz a redação do Decreto-lei nº 1.419/75, mas é preciso sempre considerar-se que com a sua edição pretendeu-se tão somente evitar, ainda na vigência plena do Decreto-Lei nº 2.627/40, o surgimento do direito de retirada para os demais acionistas quando criadas as ações preferenciais destinadas à subscrição com incentivos fiscais, nas condições previstas no Decreto-Lei nº 1.376/75 (...)” (fl. 69).

11. No entanto, em relação ao primeiro argumento do recurso, parece-me que a Recorrente empresta ao art. 19 do Decreto-Lei nº 1.376/1974 interpretação servil à sua literalidade, que não atenta para os fins da vedação ali estabelecida.

12. É bem verdade, e disso não se discorda, que o direito de retirada tem por efeito a alienação das ações à companhia em contrapartida ao recebimento pelo acionista do valor de reembolso. Tanto é assim que o art. 30, § 1º, da Lei n 6.404/1976 concebe o reembolso como hipótese de exceção à proibição de a companhia negociar com as próprias ações:

*“Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.
§ 1º Nessa proibição não se compreendem:
a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei;
(...)”* (grifou-se).

13. Mas disso não se segue que o art. 19 do Decreto-Lei nº 1.376/1974 estabeleça vedação absoluta e irrestrita a qualquer espécie de alienação das ações incentivadas subscritas na forma do art. 18 do mesmo diploma. Afinal, a prevalecer tal entendimento, não se poderia sequer admitir a validade da incorporação das ações da Companhia pela Coari, haja vista as



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ações pertencentes à Reclamante terem sido, nessa operação, transferidas à incorporadora em realização do aumento de capital.¹¹

14. Em vez disso, cumpre interpretar o comando do referido art. 19 – como qualquer outra norma – a partir da compreensão da finalidade que desempenha no sistema normativo. Nesse ponto, como destacado pela SEP, a Exposição de Motivos do Decreto-Lei nº 1.376/1974 esclarece que a vedação ali contida visa eliminar a possibilidade de negócios especulativos com ações incentivadas, evitando, assim, o desvirtuamento do incentivo fiscal em mero instrumento de planejamento tributário. Desta feita, proíbe-se o acionista de tomar a iniciativa de negociar, a qualquer título, as ações incentivadas, antes do término do prazo do período de inalienabilidade ou sem autorização da agência de desenvolvimento (art. 19, § 2º).

15. Sendo esta a sua finalidade, não se justifica, portanto, a extensão da vedação às hipóteses de alienação que, para sua consumação, se subordinam a ocorrência de fato anterior que escape ao controle do acionista. Afinal, nessas situações, a alienação não se presta ao aproveitamento inadequado do incentivo fiscal.

16. A meu ver, é o que ocorre na incorporação de ações, visto que a transferência das ações da companhia incorporada – seja em razão da realização do aumento de capital da sociedade incorporadora, seja em virtude do exercício do direito de retirada pelos acionistas dissidentes - depende da prévia aprovação das assembleias gerais das duas companhias envolvidas.

17. Por isso que se afirma na doutrina que o direito de recesso traduz “*contradireito potestativo em relação a um poder legal da assembleia*”, que somente tem cabimento nas hipóteses legais em reação à vontade majoritária.¹² Tem, por assim dizer, natureza reativa, provendo ao acionista minoritário “remédio jurídico”¹³ contra a deliberação social que aprova

¹¹ Como prevê o art. 252, §1º, da Lei nº 6.404/1976: “A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.”

¹² Fábio Konder Comparato, *O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação*, In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 116, Out/Dez 1999, p. 11.

¹³ Fábio Konder Comparato, *O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação*, cit., pp. 11-12.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

medida capaz de afetar profundamente as bases do funcionamento da companhia. O direito de retirada, exercido por acionista minoritário, não se presta, em definitivo, a desfigurar o projeto beneficiário de incentivo fiscal, transformando-o em mero instrumento de planejamento tributário.

18. Em definitivo, a transferência das ações – seja em razão da realização do aumento de capital da sociedade incorporadora, seja em virtude do exercício do direito de retirada pelos acionistas dissidentes da incorporação de ações - foge à lógica e, por consequência, à incidência da vedação estabelecida no art. 19 do Decreto-Lei nº 1.376/1974.

19. Nesse tocante, cabe ainda uma palavra quanto à alegada incompetência da CVM para excepcionar a norma contida no art. 19. De fato, tem razão a Recorrente quando afirma que tal competência é da agência de desenvolvimento. No entanto, não é disso que trata o presente processo. O que a SEP, a meu ver acertadamente, pretendeu fazer é esclarecer a interpretação desta autarquia quanto ao alcance da vedação contida no mencionado art. 19, cumprindo, assim, a sua função de orientação aos participantes do mercado (Lei nº 6.385/76, art. 13).

20. Acredito ser incontroversa a competência da CVM para orientar o mercado quanto à observância dos preceitos da legislação especial sobre a aplicação de incentivos fiscais que tratam do regime jurídico das companhias que recebem incentivos fiscais, especialmente quando se trata igualmente de companhia aberta, como ocorre no presente processo em que se discute o cabimento do direito de recesso por parte de determinado acionista da Telemar Norte Leste S.A.

21. Se a SEP tivesse concluído que o recesso é abrangido pela vedação, o exercício de tal direito somente poderia ser autorizado pela agência de desenvolvimento, nos termos do art. 19, § 1º. No entanto, sendo a conclusão que tal direito sequer é alcançado pela mencionada vedação, a autorização não se faz necessária.

22. Por fim, deixo de abordar o argumento da Recorrente quanto à natureza excepcional do direito de recesso, uma vez que não se está neste processo examinando o cabimento do recesso em hipóteses não previstas em lei ou em condições diferentes daquelas estabelecidas pelo legislador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

23. Em suma, pelas razões acima expostas, voto pelo indeferimento do recurso interposto pela Oi S.A. e pela consequente manutenção do entendimento manifestado pela SEP no sentido de que o disposto no art. 19 do Decreto Lei nº 1.376/1974 não obstava ao exercício do direito de retirada pela Telefônica Brasil S.A. por ocasião da incorporação de ações da Telemar Norte Leste S.A. pela Coari Participações S.A., aprovada em 27.2.2012.

Rio de Janeiro, 5 de julho de 2016.

Original assinado por
Pablo Renteria
DIRETOR-RELATOR