

Trata-se de reclamação protocolizada por Argucia Income Fundo de Investimento em Ações ("Argucia" ou "Reclamante"), em 17.10.11, na qualidade de acionista da Brasil Telecom S.A. ("BRT" ou "Companhia"), a respeito de eventual direito de rescesso por parte dos acionistas detentores de ações ordinárias de emissão da BRT, no âmbito da reorganização societária envolvendo a Companhia e as demais empresas do Grupo Oi.

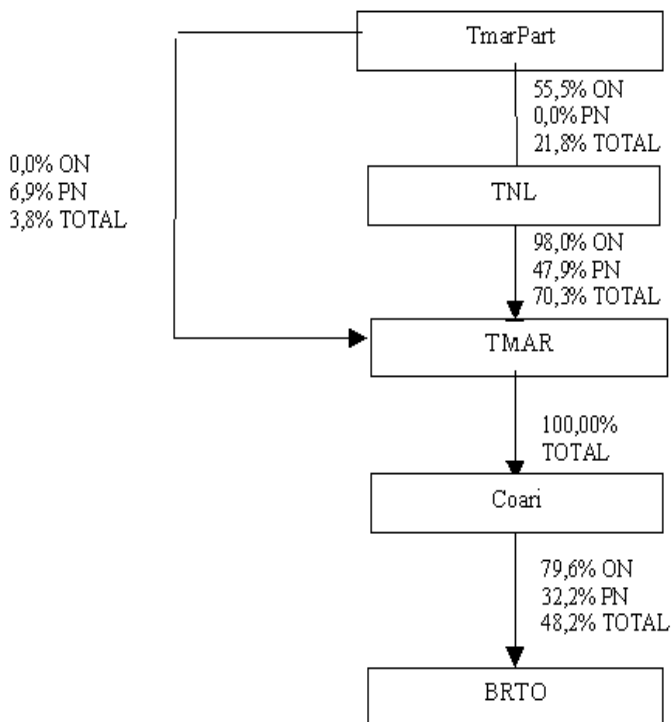
2. Vale ressaltar que a referida reorganização societária encontra-se atualmente em curso e é objeto de análise do Processo CVM Nº RJ-2011-6028, nesta GEA-4.

I. HISTÓRICO

3. Em 17.10.11, o Argucia protocolou reclamação nesta CVM, nos seguintes termos (fls. 01/150):

DA REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA DO GRUPO OI E DOS MOTIVOS DO PRESENTE REQUERIMENTO

- a. "conforme os termos do Fato Relevante divulgado por TmarPart e retransmitido ao mercado pelas empresas do Grupo Oi, em 24 de maio de 2011 (Fato Relevante de 24/05/2011, [...]), as empresas do Grupo Oi foram informadas por seu controlador comum, TmarPart, que foi aprovada a orientação às administrações das empresas do Grupo Oi para que conduzam os estudos e adotem os procedimentos pertinentes visando uma reorganização societária do Grupo Oi ("Reorganização Societária");
- b. "antes de efetivada a referida Reorganização Societária, as empresas do Grupo Oi estão organizadas, resumidamente, conforme o seguinte organograma":



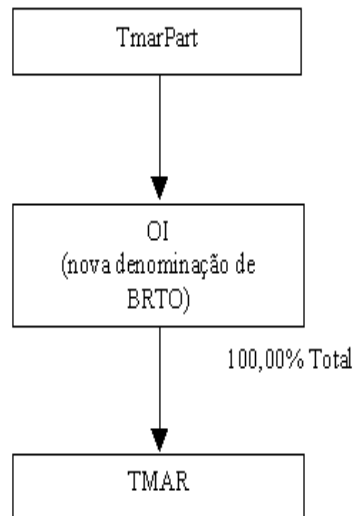
- c. "nos termos do Fato Relevante de 24/05/2011, a Reorganização Societária compreenderia conjuntamente "a incorporação de ações da TMAR pela Coari e as incorporações da Coari e da TNL pela BRT, companhia esta que concentrará todas as participações acionárias atuais [...] e será a única das Companhias [do Grupo] Oi listada em bolsa de valores, passando a ser denominada Oi S.A."";
- d. "trata-se, conforme os termos do referido fato relevante, de uma operação com etapas indissociável umas das outras, de forma que a não aprovação de qualquer das etapas previstas obsta a efetivação de todo o processo: "[a] Reorganização Societária contemplada pela TmarPart pressupõe a incorporação de ações da TMAR pela Coari e incorporações de ambas Coari e TNL pela BRT na mesma data, conjunta e indissociada uma da outra, de modo que a implementação de cada uma dessas operações será condicionada à aprovação da outra." (Fato Relevante de 24/05/2011)";
- e. "esclareça-se, entretanto, que a Coari é uma subsidiária integral de TMAR, sendo, para todos os fins, uma empresa não operacional, cujo único ativo é as ações que detêm na BRTO. Este ponto é adequadamente esclarecido pelas empresas do Grupo Oi no Fato Relevante de 24/05/2011, nos seguintes termos":

"A incorporação de ações da TMAR pela Coari, atualmente subsidiária integral daquela, tornará a TMAR uma subsidiária integral da Coari, migrando-se toda a base acionária da TMAR para a Coari. Em decorrência da incorporação de ações, a TNL deterá o controle direto da Coari e esta deterá a totalidade das ações da TMAR e o controle da BRT. Tendo em vista que a TMAR é a única acionista da Coari, a proposta parte do pressuposto de que a relação de troca será de 1 ação ordinária da TMAR para 1 ação ordinária da Coari e de 1 ação preferencial classe A ou classe B da TMAR para 1 ação preferencial da Coari. Observadas as disposições do art. 137 da Lei das S.A., aos acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais classe A e classe B da TMAR dissidentes da deliberação que aprovar a incorporação será garantido o direito de retirar-se da companhia, o qual será efetuado, nos termos do estatuto social da Companhia, por valor econômico a ser calculado na forma da Lei das S.A."

- f. "ainda, reforçando o ponto acima, chamamos atenção para o fato de que, conforme os termos do Fato Relevante de 24/05/2011, Coari sequer deveria constituir um Comitê Especial, nos termos do Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008, tendo em vista que TMAR é a sua única

acionista e as ações de emissão da BRTO o seu único ativo”;

- g. "assim sendo, a operação material proposta pela Reorganização Societária consiste na incorporação de TNL por BRTO e na incorporação de ações da TMAR pela BRTO, sendo as etapas intermediárias envolvendo Coari (incorporação de ações de TMAR e sua posterior incorporação por BRTO) um mero expediente formal, destinado a eliminar a Coari do organograma societário do Grupo Oi, mas sem nenhum efeito sob o aspecto de migração, fusão ou separação patrimonial”;
- h. "desta forma, caso implementada a Reorganização Societária proposta por TmarPart, a estrutura societária das empresas do Grupo Oi será redimensionada conforme o seguinte gráfico”:



- i. "pois bem. No Fato Relevante de 24/05/2011, TmarPart informou aos acionistas das empresas do Grupo Oi que apenas teriam direito de recesso: i) os acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais, essas das classes A e B, de TMAR, na operação de incorporação de ações de TMAR por Coari; ii) os acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais, essas das classes A e B, de Coari, na operação de incorporação de Coari por BRTO; e iii) os acionistas titulares de ações ordinárias da TNL, na operação de incorporação de TNL por BRTO”;
- j. "assim sendo, nos termos do referido fato relevante, não teriam direito de retirada os acionistas preferencialistas de TNL, nem os acionistas de qualquer espécie da BRTO, em decorrência das operações acima apresentadas, conforme determinado por TmarPart”;
- k. "adotando tal orientação, os Administradores BRTO celebraram com os administradores de Coari e TNL, respectivamente: i) o Protocolo e Justificação de Incorporação da Coari Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A., datado de 26 de agosto de 2011 ("Protocolo Coari-BRTO", [...]); e ii) o Protocolo e Justificação de Incorporação da Tele Norte Leste Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A., datado de 26 de agosto de 2011 ("Protocolo TNL-BRTO", [...])”;
- l. "nos termos do Protocolo Coari-BRTO, replicando a orientação do Fato Relevante de 24/05/2011: "[o]s acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais da Coari farão jus ao direito de retirada". Não há, entretanto, qualquer referência ao direito de retirada dos acionistas titulares de ações ordinárias de BRTO”;
- m. "igualmente, nos termos do Protocolo TNL-BRTO, replicando a orientação do Fato Relevante de 24/05/2011: "[o]s acionistas titulares de ações preferenciais da TNL não terão direito de retirada, uma vez que essas ações possuem liquidez e dispersão no mercado. Somente acionistas titulares de ações ordinárias farão jus ao direito de recesso.". Não há, da mesma forma, qualquer referência ao direito de retirada dos acionistas titulares de ações ordinárias de BRTO”;
- n. "apesar de as empresas do Grupo Oi não terem ainda convocado as respectivas Assembléias Gerais Extraordinárias necessárias à aprovação da Reorganização Societária, fato é que, pelo acima exposto, está mais do que evidente que os Administradores BRTO, agindo sob a orientação de TmarPart, negam direito essencial aos acionistas detentores de ações ordinárias da BRTO, qual seja, o recesso nos termos dos Artigo 109, V, c/c Artigo 264, § 3º, ambos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Vejamos”:

DA EXISTÊNCIA DE DIREITO DE RECESSO NÃO RECONHECIDO NO FATO RELEVANTE de 24/05/2011, NO PROTOCOLO COARI-BRTO E NO PROCOLO TNL-BRTO

DA NATUREZA DA OPERAÇÃO DE REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA PROPOSTA POR TMAPART

- o. "independente de uma análise do mérito e da conveniência da proposta de Reorganização Societária, dúvida não há de que todas as etapas propostas para a Reorganização Societária são operações entre empresas sujeitas a um controle comum, exercido direta ou indiretamente por TmarPart. Portanto, nos termos da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, não existem "duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia", mas um controlador que impõem a todos os demais acionistas das empresas do Grupo Oi a operação que melhor lhe aprouver”;
- p. "tal fato é inequívoco, conforme comprovam os gráficos acima e reafirmado pela TmarPart, nos termos do Fato Relevante de 24/05/2011, onde essa esclarece que a manutenção do controle acionário sobre as empresas do Grupo Oi após a Reorganização Societária é uma das condições *sine qua non* para a sua aprovação”:

A manutenção do controle acionário da Oi S.A. exclusivamente pela TmarPart é condição para a aprovação da Reorganização Societária, cumprindo, assim, suas obrigações legais e regulatórias perante a Anatel. A TmarPart e seus acionistas diretos ou indiretos implementarão as medidas necessárias para a manutenção do controle e o cumprimento de tais obrigações, incluindo, potencialmente, a permuta de ações preferenciais que detém por ações ordinárias de titularidade de seus acionistas diretos ou indiretos.

- q. "assim sendo, a Reorganização Societária submete-se ao regime especial regulado no artigo 264, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que se aplica a toda e qualquer operação de Reorganização Societária, independente da "veste jurídica" que lhe vier a ser conferida (incorporação, incorporação reversa, incorporação de ação, fusão, cisão, etc.), conforme expresso no seu § 4º”:

"§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum".

- r. "desta forma, todas as etapas da operação de Reorganização Societária acima referidas submetem-se ao referido regime especial, uma vez que, conforme esclarece esta Autarquia, no Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008: "[é] pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum [...]";

DA CONFIGURAÇÃO DOS PRESSUPOSTOS NORMATIVOS PARA A EXISTÊNCIA DO DIREITO DE RECESSO DOS ACIONISTAS ORDINARISTAS DE BRTO, NOS TERMOS DO ARTIGO 264, § 3º, DA LEI Nº 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976.

- s. "conforme entendimento moroso de nossa doutrina, o direito de recesso deve ser reconhecido quando uma operação societária (suporte fático de incidência da norma) atenda a todos os pressupostos previstos em lei para a sua configuração. Afinal, reconhece-se que o direito de recesso submete-se a um regime de tipicidade fechada, no qual "a enumeração legal das hipóteses de incidência normativa constitui um *numerus clausus*, insuscetível de alteração por vontade dos sujeitos de direito" (COMPARATO, Fábio Konder. Valor de reembolso no recesso acionário. Interpretação do art. 45, da Lei das Sociedades por Ações. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, n. 558, p. 34, abr. 1998)";
- t. "se isto significa, por um lado, que não seria lícito à companhia ou seus acionistas criar novas hipóteses de direito de recesso não previstas em lei, por outro, não é admissível que uma companhia negue a seus acionistas o direito de recesso nas hipóteses nela amparadas. Cite-se, por exemplo, Luis Eduardo Bulhões Pedreira, quem assim esclarece":

"Os casos que dão direito de retirada são, por isso, taxativos, e não podem ser ampliados: o acionista só tem direito de retirada nos casos previstos na LSA. [...] Por outro lado, o direito de retirada é direito essencial do acionista (art. 109, V), que não pode ser restringido ou suprimido pelo estatuto ou pela Assembleia Geral: consoante o disposto no § 2º do artigo 109 da LSA, os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar seus direitos essenciais, não podem ser elididos pelo estatuto ou pela Assembleia Geral. (In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. V. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 330)".

- u. "e complementa:

"O direito de retirada é direito formador (ou formativo) – consiste no poder que a lei confere ao acionista de interferir, mediante a 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 exercível nos casos expressamente previstos em lei [...] (Idem. p. 339)"

- v. "corolário deste entendimento é que a determinação das situações que asseguram o direito de recesso depende da verificação de cada um dos pressupostos previstos em lei, não se admitindo qualquer tipo de raciocínio analógico para ampliar o campo de incidência da norma (no que a doutrina denomina, equivocadamente, de "interpretação restritiva", uma vez que não se trata de restringir o campo de eficácia de uma norma, mas sim a mera proibição do raciocínio analógico para ampliar os tipos previstos em lei)";

- w. "neste sentido, complementa Fábio Konder Comparato":

"A distinção entre sistemas de tipicidade fechada e aberta é importante em matéria de hermenêutica, porque a interpretação por analogia só se admite quando há tipicidade aberta. A razão é óbvia: se se admitisse a aplicação da mesma norma jurídica a situações de fato semelhantes às hipóteses de incidência definidas em lei, dar-se-ia aos sujeitos de direito a faculdade de criar novos fatos típicos, fora do elenco que a lei quis taxativo. (Op. cit. p. 34. grifou-se).

- x. "feitas essas considerações iniciais sobre o direito de recesso, cabe verificar se, para os acionistas titulares de ações ordinárias de BRTO (a BRTO3) a operação Reorganização Societária planejada por TmarPart e em processo de materialização pelos Administradores BRTO, caso efetivada, preenche o suporte normativo de incidência de alguma das hipóteses de direito de recesso";
- y. "neste sentido, conforme indicado no item anterior, cumpre observar que a operação de Reorganização Societária do Grupo Oi submete-se ao regime especial previsto no Artigo 264, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, onde há a previsão de uma específica hipótese de incidência de direito de recesso, cujos elementos para configuração estão identificados no caput, § 3º e 4º do Artigo 264, e no disposto nos Artigos 137, II, e 230, todos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a seguir transcritos":

"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: 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 tiverem menos da metade da espécie ou classe de ação:

Art. 230. Nos casos de incorporação ou fusão, o prazo para exercício do direito de retirada, previsto no art. 137, inciso II, será contado a partir da publicação da ata que aprovar o protocolo ou justificação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se.

Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

[...]

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

- z. "dos dispositivos citados acima, verifica-se, claramente, que as etapas da operação de Reorganização Societária, caso efetivada, preencherão os pressupostos normativos para configuração do direito de recesso, em relação aos acionistas titulares de ações BRTO3. Vejamos":

aa. "em primeiro lugar, em relação à natureza da operação societária proposta, o caput e §4º, do Artigo 264, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, é de toda a clareza no sentido de que o regime nele previsto aplica-se às seguintes operações de Reorganização Societária: (a) incorporação de controlada pela controladora; (b) incorporação de controladora pela controlada; (c) à fusão de companhia controladora com a controlada; (d) à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora; e (d) à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum";

bb. "afinal, a partir da promulgação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, a proteção do regime especial do referido artigo 264 incide não apenas para as sociedades incorporadas por uma sociedade controladora, mas para todos os acionistas das sociedades envolvidas numa operação de reorganização societária entre empresas sob controle comum. Neste sentido, assim esclarece Luiz Leonardo Cantidiano":

"Nas demais operações, que agora estão expressamente referidas pelo § 4º do art. 264, ocorre o mesmo fenômeno. Na incorporação de ações de sociedades que se encontram sob controle comum, ou que tenham entre si relação de controle, assim como na incorporação de sociedade controladora pela controlada e na incorporação ou fusão de sociedades que se encontram sob controle comum, temos sempre como vontade determinante para estabelecer a relação de troca a do acionista controlador final (que detém o poder de comandar a sociedade controladora ou as sociedades que se encontram sob controle comum).

O legislador de agora, ao estender para aquelas situações a obrigação de respeitar os mesmos procedimentos, agiu corretamente, assegurando aos acionistas minoritários das sociedades envolvidas nas referidas operações uma proteção adicional. (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A.:* comentada. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. pp. 260-261. Grifou-se)"

cc. "conforme os termos propostos para a Reorganização Societária, após uma primeira etapa que consistiria na incorporação das ações de TMAR por Coari (sobre este ponto, remetemos às observações feitas nos item I e II.3), os acionistas de BRTO deverão deliberar acerca da conveniência de aprovar duas operações societárias: i) a incorporação de Coari (controladora de BRTO e sociedade sob o controle comum de TmarPart) pela BRTO; e ii) a incorporação de TNL por BRTO (controladora de BRTO e sociedade sob o controle comum de TmarPart). Ambas as operações, portanto, atendem aos requisitos previstos, no que se refere à natureza da operação jurídica";

dd. "em segundo lugar, em relação às condições da reorganização societária, o § 3º do Artigo 264, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, estabelece que haverá direito de recesso quando a relação de trocas propostas for desvantajosa, se comparada com a relação de trocas identificada com base nos critérios previstos no caput do Artigo 264 [...] da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, quais sejam: "no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas";

ee. "ora, conforme os termos do Protocolo Coari-BRTO, em seu Item 4.2":

"Avaliação do Patrimônio Líquido da Coari e da BRT a Preços de Mercado: **Para cumprimento do disposto no art. 264 da Lei das S.A.**, foi escolhida a Apsis para preparar o laudo de avaliação dos patrimônios líquidos da Coari e da BRT a preços de mercado. As avaliações dos patrimônios líquidos a preços de mercado da Coari e da BRT foram elaboradas segundo os mesmos critérios e na Data-Base [...], tendo como resultado, exclusivamente para fins do art. 264, da Lei das S.A., a relação de substituição de 1,963406 (um vírgula noventa e seis e fração) ação de emissão da BRT para cada ação da Coari".

ff. "ocorre que, nos mesmo Protocolo COARI-BRTO, atribui-se às ações da Coari a seguinte relação de troca: 5,1149 ações TMAR3 por cada ação da BRTO3, e 3,8620 ações TMAR5 e TMAR6 por cada ação BRTO3";

gg. "apenas a título de esclarecimento, tais relações de troca já estão ajustadas em relação à bonificação proposta por TmarPart aos acionistas de BRTO, no valor de R\$ 2,54 por ação BRTO. Desconsiderando-se tal bonificação, a relação de troca proposta seria de 4,3385 ações TMAR3 por cada ação da BRTO3, e 3,2759 ações TMAR5 por cada ação BRTO3, conforme verifica-se na página 18, do Laudo elaborado pelo Banco ItauBBA S.A., assessor financeiro do Comitê Especial de BRTO [...]. Assim sendo, mesmo sem a referida bonificação, a relação de troca proposta para os acionistas BRTO3 continua desvantajosa, se comparada com a relação de troca identificada com base nos critérios previstos no caput do Artigo 264, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e escolhidos pelos próprios Administradores BRTO";

hh. "verifica-se, portanto, que, em todas as relações de troca propostas para a incorporação de Coari por BRTO, as ações de BRTO3 foram avaliadas em condições inferiores àquelas que seriam as relações de troca indicadas pelo critério escolhido pelos Administradores BRTO para fins do disposto no caput do artigo 264, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Não há dúvida, portanto, que, na operação de incorporação de Coari por BRTO, este pressuposto também foi atendido para a configuração do direito de recesso, em relação às ações BRTO3";

ii. "em relação ao Protocolo TNL-BRTO, em seu Item 4.2":

"Avaliação do Patrimônio Líquido da TNL e da BRT a Preços de Mercado. Para cumprimento do disposto no art. 264 da Lei das S.A., foi escolhida a Apsis para preparar o laudo de avaliação dos patrimônios líquidos da TNL e da BRT a preços de mercado. As avaliações dos patrimônios líquidos a preços de mercado da TNL e da BRT foram elaboradas segundo os mesmos critérios e na Data-Base, [...], tendo como resultado, exclusivamente para fins do art. 264 da Lei das S.A., a relação de substituição de 2,302004 (dois vírgula trinta e fração) ação de emissão da BRT para cada ação de emissão da TNL";

jj. "entretanto, no mesmo Protocolo TNL-BRTO, atribuiu-se às ações da BRTO a seguinte relação de troca: 2,3122 ações TNL3 por cada ação da BRTO3, e 1,8581 ações TNL4 por cada ação BRTO3";

kk. "verifica-se, portanto, que, no que se refere à relação de troca proposta de TNL3 por BRTO3, as ações BRTO3 foram subavaliadas, em relação ao critério de comparação escolhido pelos Administradores BRTO para fins do disposto no caput do artigo 264, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Não há dúvida, portanto, que, na operação de incorporação de TNL por BRTO, este pressuposto também foi atendido para a configuração do direito de recesso para os acionistas titulares de ações BRTO3";

ll. "em Terceiro Lugar, a lei determina que, nos termos do Artigo 264, § 3º c/c Artigo 137, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, terão direito de retirada os acionistas das empresas envolvidas detentores de ações sem liquidez ou dispersão, conforme os termos acima previstos, quais sejam: "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 tiverem menos da metade da espécie ou classe de ação";

mm. "ora, em relação à BRTO, antes da efetivação da Reorganização Societária, verifica-se que BRTO3 carece tanto de dispersão quanto de liquidez, uma vez que, por um lado, sociedades integrantes do controle direto e indireto da sociedade detêm aproximadamente de 80% (oitenta por cento) do total de ações em circulação do mercado, e, por outro, referida ação não integra "índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários";

nn. "ora, não havendo outros pressupostos para a configuração da hipótese de incidência (salvo para o seu exercício, o que ainda não ocorreu, tendo em vista a pendência de aprovação dos referidos Protocolos e Justificações), entendemos que é devido tal direito aos acionistas detentores de ações BRTO3. Mais ainda, a recusa do Grupo em reconhecer o direito dos acionistas titulares de ações BRTO3 caracteriza violação ao direito essencial que lhes é assegurado no Artigo 109, V, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976":

"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".

ADICIONALMENTE, A CONFIGURAÇÃO DO DIREITO DE RECESSO, EM DECORRÊNCIA DOS DISPOSTO NO ARTIGO 252, DA LEI Nº 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976

oo. "tão claro é o teor do disposto no Artigo 264 acerca do direito de recesso dos acionistas detentores de ações BRTO3, em caso de efetivação da Reorganização Societária, que nos causa grande espécie que a mesma não esteja sendo reconhecida pelo Grupo Oi. Tal fato, presumindo a boa-fé dos Administradores BRTO e de TmarPart, apenas seria justificado por alguma leitura enviesada, assistemática, em suma, equivocada do dispositivo legal referenciado. Apenas para argumentar, entretanto, caso se entenda que não é o caso de aplicação do direito de recesso, nos termos defendidos no item II.2, acima, verificamos que, ainda assim, estão presentes os pressupostos para ocorrência do direito de recesso aos acionistas de BRTO3, diante do disposto no artigo 252, § 1º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976":

"Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

§ 1º A assembléia-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. [...] (grifou-se).

pp. "conforme acima exposto, a Reorganização Societária pretendida pelo Grupo Oi é materialmente composta de duas operações, quais sejam: i) a incorporação de ações de TMAR por BRTO; e ii) a incorporação TNL por BRTO";

qq. "a operação intermediária, envolvendo a sociedade Coari, consiste na incorporação de ações da TMAR e na subsequente incorporação daquela por BRTO. Trata-se, entretanto, de um mero expediente formal, sem qualquer impacto na operação econômica/patrimonial proposta pelo Grupo Oi. Afinal, conforme já exposto acima, no item I, Coari é uma subsidiária integral de TMAR, sendo, para todos os fins, uma empresa não operacional, cujo único ativo é as ações que detêm na BRTO. Tanto é este o caso que Coari sequer constituiu um Comitê Especial, nos termos do Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008, para negociar suas relações de troca com as demais empresas";

rr. "além da clareza com que o assunto é tratado no Fato Relevante de 24/05/2011, observe-se que o Fato Relevante de 26 de agosto de 2011 ("Fato Relevante de 26/08/2011") assim reitera a finalidade meramente formal dos atos envolvendo a Coari, cujos impactos patrimoniais são expressamente desconsiderados para a finalidade de definição das relações de trocas":

"A Cisão Parcial [de Coari] e a Incorporação de Ações [de Coaria por TMAR] não implicarão em qualquer impacto nas relações de troca negociadas e recomendadas pelos Comitês Especiais Independentes e aprovadas pelos Conselhos de Administração da TNL, TMAR e BRT, uma vez que as relações de troca foram negociadas e aprovadas com base nas cotações em bolsa das ações de TNL, TMAR e BRT".

ss. "ora, conforme o teor do Parecer de Orientação nº 37, de 22 de setembro de 2011, esta Autarquia reiterou o entendimento de que a essência deve sempre prevalecer em relação à forma. Apesar de tal Parecer de Orientação ser destinado, diretamente, ao tratamento contábil dos eventos econômicos, fato é que o Colegiado da Autarquia já se posicionou no sentido de que referida racionalidade deve ser aplicada como "meio de garantir o exato cumprimento dos direitos, deveres e prerrogativas estabelecidos no ordenamento jurídico-societário", conforme os termos do Relatório do Processo CVM – RJ – 11.006":

"Não obstante, algumas peculiaridades do caso são, a meu ver, de extrema relevância para o deslinde da questão, especialmente na esteira do momento atual do mercado, em que recentemente foi emitido o Parecer de Orientação CVM nº 37/11, no qual esta Autarquia destaca a necessidade de se observar a primazia da essência sobre a forma. **Embora o Parecer ressalte a importância de seguimento desse princípio eminentemente em questões contábeis - como forma de assegurar o fiel cumprimento dos dispositivos que regem a matéria - do mesmo modo, deve ser observada a superioridade da essência sobre a forma como meio de garantir o exato cumprimento dos direitos, deveres e prerrogativas estabelecidos no ordenamento jurídico-societário.** (Processo CVM – RJ – 11.006, j. 03 de outubro de 2011)

tt. "assim sendo, a essência da operação proposta consiste na incorporação de ações de TMAR por BRTO, de forma que, nos termos da lei: "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"";

uu. "observe-se que tal direito não decorre de uma interpretação analógica em relação à operação prevista no Artigo 252, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o que seria negado diante da já aludida tipicidade fechada do direito de recesso. Trata-se, isto sim, da incidência direta do próprio tipo previsto no referido Artigo 252, a incorporação de ações, quando desconsideramos a mera camuflagem jurídica consistente nas operações intermediárias envolvendo a Coari";

vv. "e nem se pode alegar que, pela aplicabilidade do regime do Artigo 264, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, estaria afastada a aplicação do Artigo 252, uma vez que, conforme doutrina acima colacionada expressamente esclarece, o objetivo do regime especial foi constituído justamente como uma proteção adicional aos acionistas minoritários de operações entre partes com o mesmo controle";

ww. "não faria sentido que tal regime - declaradamente garantista em relação aos minoritários - afastasse um direito que lhes é assegurado em operações envolvendo sociedades sob controle diferente";

xx. "entender em sentido contrário é confundir a obrigatoriedade de "interpretação restritiva" das hipóteses de direito de recesso, por impedimento de adoção da técnica da analogia, com uma imaginária "interpretação mínima" que, conforme já exposto acima, inexistente";

yy. "assim sendo, ainda que se desconsidere o direito de recesso, assegurado aos acionistas de titulares de BRTO3, nos termos do § 3º, do Artigo 264, é de se reconhecer que igual direito lhes assiste, nos termos do disposto no § 1º, do Artigo 252, todos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sendo a sua recusa, pelo Grupo Oi, igualmente ilícita";

CONCLUSÃO

zz. "Ante o exposto, requer-se":

aaa. "que esta Autarquia esclareça se, nos termos do Artigo 264, § 3º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, os acionistas titulares de ações ordinárias da BRTO tem direito de recesso, em caso de efetivação da Reorganização Societária, tal como esclarecida pelo Fato Relevante de 24/05/2011 e a ser submetida aos acionistas de BRTO, nos termos do Protocolo Coari-BRTO e do Protocolo TNL-BRTO";

bbb. "adicionalmente, que esta Autarquia esclareça se a operação materialmente proposta de incorporação de ações da TMAR pela BRTO (ou seja, desconsiderando as "operações de palha" intermediárias envolvendo a Coari), uma vez efetivada, enseja o direito de recesso aos acionistas detentores de ações ordinárias da BRTO, nos termos do Artigo 252, § 1º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976";

ccc. "que esta Autarquia determine que TmarPart e Administradores BRTO, em caráter cautelar, não realizem a convocação para a Assembléia Geral Extraordinária de BRTO que apreciará a operação de Reorganização Societária, antes que: i) a Autarquia se manifeste acerca dos pontos A e B, acima, e, em caso de reconhecimento do direito de recesso dos acionistas titulares de BRTO3, seja pelos fundamentos indicados no ponto A ou B, acima; e ii) os Administradores BRTO indiquem o valor de reembolso das ações, observando-se o disposto no Artigo 45, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976";

ddd. "com fulcro no art. 9º, V, da Lei nº 6.385/1976, a instauração de Procedimento Administrativo Sancionador, em face dos Reclamados, para apurar suas responsabilidades nos eventos relacionados à Reorganização Societária, especialmente no que se refere à tentativa de violação ao disposto no artigo 109, V, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976".

4. Em **17.10.11**, foi enviado o Ofício/CVM/SEP/GEA-4/Nº222/11 à Companhia, solicitando sua manifestação quanto à reclamação acima mencionada (fl. 153).

5. Em **04.11.11**, foi protocolada a resposta da BRT ao Ofício supracitado, nos seguintes termos (fls. 181/196):

Razões da Reclamação

- a. "o Argúcia alega que a operação de reestruturação societária envolvendo a BRT, a Telemar Norte Leste S/A ("TMAR"), a Tele Norte Leste Participações S/A ("TNL"), a Coari Participações S/A ("Coari") e a Telemar Participações S/A ("TmarPart" em conjunto com BRT, TMAR, TNL e Coari, "Companhias Oi"), a qual foi objeto do fato relevante publicado em 24/05/11 e de várias divulgações subsequentes ("Reestruturação Societária"), deveria assegurar direito de recesso aos titulares de ações ordinárias da BRT ("Acionistas da BRT");
- b. "de acordo com o Argúcia, o direito de recesso dos Acionistas da BRT estaria fundamentado em duas principais razões: (i) o art. 264, §3º, da Lei nº 6.404/1976 ("Lei das S/A") asseguraria aos Acionistas da BRT esse direito; e (ii) a Reestruturação Societária proposta seria materialmente, na realidade, a incorporação de ações da TMAR pela BRT, devendo as operações intermediárias envolvendo a Coari segundo o Argúcia, ser desconsideradas";
- c. "no entanto, conforme se verá adiante, as razões levantadas pelo Argúcia carecem de qualquer fundamento legal, não devendo, portanto, ser acolhidas";

Das Hipóteses do Direito de Recesso Previstas na Lei das S/A

- d. "como sabido, o direito de recesso é a faculdade legal (prevista no art. 137 da Lei das S/A) que o acionista possui de, nos casos taxativamente previstos em lei, retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor das suas ações. Tal direito decorre do princípio majoritário e consiste em um mecanismo excepcional que procura, em certos casos específicos, conciliar o direito da maioria de decidir e o da minoria que não concorda com a decisão, de se retirar da Companhia, nos casos expressamente elencados pela Lei das S/A";
- e. "a doutrina destaca pacificamente que o direito de recesso tem natureza excepcional e deve ser interpretado restritivamente, não sendo possível, portanto, a sua extensão para hipóteses não previstas em lei":

"O regime legal do direito de retirada é cogente: o direito de retirada não pode ser restringido nem ampliado, quer pelo estatuto, quer pela Assembléia Geral."

"Essa natureza decorre dos interesses que protege. O reembolso de ações pode implicar redução do capital social, instituto fundamental da companhia, de que dependem os direitos dos credores e a própria funcionalidade de sociedade que pode ter milhares e até milhões de acionistas em permanente substituição; e o direito de retirada excepciona o princípio de que o capital social não pode ser restituído aos acionistas em prejuízo dos credores sociais."

(...)

"Os casos que dão direito de retirada são, por isso, taxativos, e não podem ser ampliados: o acionista só tem direito de retirada nos casos previstos na LSA. Assim conclui Roberto Papini (1997, p. 156): "a natureza excepcional do direito de retirada veda a extensão das hipóteses de cabimento, além dos casos previstos em lei". (grifou-se)

"Os casos em que se considera sacrificado o interesse dos minoritários em benefício do interesse social são **expressa e taxativamente** enumerados em lei. Assim, o que dá ensejo ao direito de recesso é a aprovação de matéria que, por implicar um rompimento do pacto social, tal como reconhecido em lei, permite ao dissidente a retirada com o reembolso de sua participação na sociedade."

"A Lei nº 6.404/76 enumera expressa e taxativamente os casos ensejadores do direito de recesso; trata-se de um sistema de **tipicidade fechada**, não se admitindo a interpretação analógica, muito menos a criação de novas hipóteses de recesso não previstas em lei."(grifos no original)

"Ressalte-se que o direito de recesso, em tese, constitui tutela de caráter excepcional aos minoritários dissidentes de determinadas decisões da maioria. Em face desta conotação de excepcionalidade, há consenso de que a enumeração das hipóteses que ensejam o direito de retirada é feita, na lei, *numerus clausus*, não se admitindo a sua extensão para hipóteses não objetivamente previstas nas normas legais pertinentes."

"Assim, não há dúvida quanto a ser taxativo o elenco das hipóteses que ensejam o direito de retirada. Não se admite o direito de recesso em outras hipóteses, nem mesmo se o estatuto as especificar como tais." (grifos no original)

- f. "poder-se-ia prosseguir com um sem número de citações doutrinárias e decisões neste sentido, pois aqui se trata de um tema onde não há, rigorosamente, qualquer controvérsia. A doutrina reconhece que a enumeração legal das hipóteses de direito de recesso é taxativa e não meramente exemplificativa, razão pela qual não podem o estatuto social ou a assembleia geral restringir ou ampliar as hipóteses em que surge para o acionista o direito de se retirar";
- g. "feitas estas considerações sobre a natureza excepcional e taxativa das hipóteses de direito de retirada, é relevante dizer que, como é de comum conhecimento, nas operações de incorporação, somente fazem jus ao direito de recesso os acionistas da companhia incorporada, jamais os da incorporadora. E isso se observa da simples leitura do caput do art. 137 em conjunto com o art. 136, IV, conforme transcritos abaixo:

"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: (...)"

"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:

(...)

IV - fusão da companhia, **ou sua incorporação em outra**;" (grifou-se)

- h. "a doutrina é categórica ao confirmar que apenas os acionistas dissidentes da sociedade incorporada é que têm garantido o direito de retirada":

"Já vimos que a lei brasileira concedeu o direito de retirada ao acionista discordante das deliberações da maioria, em certos casos. **Entre estes, contemplou a lei, os casos de incorporação, para os acionistas da sociedade incorporada.**

No entender de Valverde, esse direito só é reconhecido aos que, tendo comparecido, votem contrariamente à incorporação, pois a lei não quis proteger os ausentes e abstenentes, com o que não concorda Cunha Peixoto, para quem dissidente é tanto o acionista ausente como o presente que não participou da votação.""

"Com base, portanto, no valor individual dos bens, valores e direitos constantes do patrimônio de cada uma das companhias, apura-se se a troca será compatível e, portanto, vantagem para os acionistas da incorporada. **No caso de não ser equitativa a troca, revelando-se o valor das ações da incorporada maior dos que os das ações da incorporadora, os acionistas da primeira poderão exercer o direito de recesso**". (grifou-se)

- i. "partindo do pressuposto de que o direito de recesso é excepcional, e que a lei somente confere tal prerrogativa aos acionistas dissidentes da sociedade incorporada, não caberia ao estatuto, à assembleia geral, aos administradores da companhia, ao acionista controlador, ou a quem quer que seja ampliar a interpretação do suporte fático de incidência da norma, para abarcar também os acionistas da sociedade incorporadora nesse universo. Esses acionistas não possuem direito de retirada, que somente lhes poderia ter sido concedido pela própria Lei das S/A – e não o foi";
- j. "não há que se argumentar que o direito de recesso existiria para os acionistas da incorporadora, na incorporação, porque assim a lei prevê nas incorporações de ações, de acordo com o §1º do art. 252";
- k. "isso porque, em primeiro lugar, reitera-se que as hipóteses de direito de recesso são exclusivamente aquelas previstas na lei, vigorando o regime da tipicidade fechada. Em segundo lugar, trata-se de dois institutos distintos, com regras e efeitos diferentes. Assim, o legislador, ao tratar das incorporações de ações, optou por garantir aos acionistas da incorporadora o direito de retirar-se da companhia, mas isso não implica, de maneira alguma, que aos acionistas da incorporadora, numa incorporação propriamente dita, deva ser estendido tal direito. Tal conclusão vai de encontro com o regime que a lei societária confere ao direito de retirada";
- l. "aliás, neste particular, os próprios autores da Lei das S/A reconheceram em obra recente que a previsão de recesso em ambas as sociedades, incorporadora e incorporada, na espécie de incorporação de ações, deveu-se a um equívoco de revisão e que a intenção original era de que, nas duas hipóteses – incorporação e incorporação de ações – somente houvesse recesso para os acionistas da sociedade incorporada, conforme abaixo":

"A LSA assegura direito de retirada aos dissidentes tanto da incorporadora quanto da sociedade cujas ações serão incorporadas. A razão, no segundo caso, é a mesma que na incorporação de sociedade; e como na incorporação de sociedade a lei não dá direito de retirada aos dissidentes da incorporadora, não devia conferi-lo no caso de incorporação de ações. O dispositivo resulta de erro de revisão durante a discussão do projeto da LSA, que não foi corrigido nem no texto da lei promulgada nem pela legislação posterior."

- m. "agora pretende o Argucia transformar um equívoco declarado em um acerto";

O art. 264, § 3º Não Cria Nova Hipótese de Direito de Recesso.

- n. "o Argucia pretende, equivocadamente, invocar o §3º do art. 264 para argumentar que, no caso da chamada "incorporação às avessas" ou "incorporação reversa", a Lei das S/A confere direito de recesso aos acionistas dissidentes da controlada, o que significa dizer que o direito de retirada é atribuído aos acionistas da incorporadora";
- o. "primeiramente, deve-se observar que nos 35 anos de Lei das S/A e nos mais de dez anos da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 ("Lei nº 10.303/01") não se tem conhecimento de qualquer manifestação doutrinária, da CVM ou judicial neste sentido";
- p. "quantas e quantas operações de incorporações reversas já foram realizadas por companhias abertas e sob o acompanhamento da CVM sem que tal tese tenha sido acatada";
- q. "isto serve para demonstrar o inusitado da tese";
- r. "esta linha de raciocínio do Argucia viola por completo a sistemática da Lei das S/A, pois não só contradiz expressamente o disposto nos artigos 136,

inciso V e 137 (taxativos no sentido de que, na operação de incorporação, só se atribui direito de recesso aos acionistas dissidentes da sociedade incorporada), mas também contrariam a interpretação correta do mencionado art. 264, a partir da leitura atenta do art. 264 e da análise sistemática da Lei das S/A”;

- s. "veja-se o que diz o caput e os parágrafos 3º e 4º do artigo 264”:

“Seção VIII

Incorporação da Companhia Controlada

Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários. no caso de companhias abertas.

...

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, **os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral** da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, **poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.**

§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.” (grifou-se)

- t. "com o perdão do didatismo, deve-se iniciar a leitura do artigo em comento por seu *caput*, onde facilmente se compreende que ali se está a tratar exclusivamente da hipótese de (1) uma incorporação; (2) pela controladora; e (3) de companhia controlada”;
- u. "é esta, portanto, a hipótese paradigmática do legislador e sobre a qual ele desenvolveu sua estrutura”;
- v. "e, seguindo na leitura desse dispositivo, percebe-se que os três parágrafos seguintes continuam tratando da incorporação de companhia controlada por sua controladora. De fato, ainda tratando de incorporação de companhia controlada por sua controladora, chega o leitor ao §3º que especifica o tratamento dado ao direito de recesso caso as relações de troca propostas sejam menos vantajosas que aquelas oriundas da comparação prevista no *caput*, esclarecendo que, nesses casos, "os acionistas dissidentes da controlada", a qual, no caso, está sendo incorporada, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado”;
- w. "a única razão pela qual o §3º da Lei das S/A fala em "acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da controlada", portanto, é justamente que ele está a tratar de operações de incorporação de controlada por sua controladora (hipótese paradigmática e a que se refere o *caput*), e não porque o direito de recesso deva ser concedido aos acionistas da controlada independente da operação. A essa luz, devem ser lidas as hipóteses de aplicação análoga do dispositivo a outras operações”;
- x. "assim, percebe-se que o §3º do art. 264 não cria uma nova hipótese de direito de recesso, pois o recesso dos acionistas da sociedade incorporada já é de ordinário assegurado pela Lei das S/A. Este parágrafo apenas especifica que, quando houver direito de recesso - o que significa dizer, no caso da incorporação, quando houver acionistas dissidentes na sociedade incorporada -, esse direito poderá ser exercido pelo valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 da Lei das S/A, valor ordinário de recesso que o acionista dissidente a rigor já teria ou pelo valor apurado em conformidade com o *caput* do art. 264 da Lei das S/A, a critério do acionista dissidente”;
- y. "trata-se, portanto, de regra que deve ser lida em conjunto com os demais dispositivos legais que estabelecem as hipóteses de direito de recesso, e não de norma que exorbita desses dispositivos legais para criar nova hipótese de incidência do referido direito, sem qualquer correlação sistemática com o restante da lei”;
- z. "em artigo dedicado ao direito de recesso nas incorporações, Marcelo Guedes Nunes é claríssimo ao dizer que o artigo 264, em seu parágrafo 3º, não criou uma nova hipótese de direito de retirada, tendo apenas trazido um benefício adicional ao acionista dissidente, consubstanciado no direito de, ao exercer o direito de recesso, optar pelo valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado”:

"Por ser uma incorporação, a operação prevista no art. 264 da LSA dá aos acionistas da controlada direito de recesso, nos termos dos arts. 136, inciso IV e 137 da LSA. No entanto, o valor do reembolso da incorporação de controlada possui uma especificidade em relação às operações de incorporação em geral. O art. 264, *caput*, da LSA determina que, além das informações dos arts. 224 e 225 da LSA, a justificação deverá apresentar uma comparação entre o valor do patrimônio líquido a preços de mercado (ou outro critério aceito pela CVM, na hipótese de companhias abertas, como o bursátil ou o econômico) das duas companhias, de forma a extrair dali uma relação de substituição das ações a preços de mercado. Diz o subseqüente parágrafo 3º que, caso a relação de substituição constante do protocolo de incorporação for desvantajosa quando comparada com a relação de substituição resultante da comparação do *caput*, poderão os acionistas minoritários da companhia incorporada exercer o recesso, optando pelo valor do reembolso nos termos: (i) do estatuto com o patamar mínimo do art. 45 ou (ii) da comparação do art. 264, *caput* (Teixeira e Guerreiro, 19/9, p. 674).

Vemos que **a intenção do legislador foi, e a apuração do valor de reembolso, facultar aos dissidentes de incorporação de controlada o recebimento de uma contrapartida sem subverter as normas que regulamentam o recesso por suas ações com base no valor patrimonial de mercado ou, para o caso de companhias abertas, com base em critério aceito pelo CVM**".

aa. "no mesmo sentido, confirmam-se as seguintes manifestações doutrinárias”:

"Deve ficar assentado, pois, que **o art. 264 da lei societária teve por objetivo exclusivo oferecer, ao acionista minoritário de sociedade controlada, desde que tenha direito a pedir reembolso de suas ações**, através do exercício do direito de retirada, uma informação adicional que lhe permita majorar o valor de recesso, quando se aprova a operação de incorporação de sociedade controlada pela respectiva controladora, pleiteando receber o valor de reembolso segundo o valor dos ativos da companhia de que ele participa, avaliados pelo preço de mercado”.

"(...) Conforme dispõe o §3º do artigo 264 da Lei das S/A, caso as relações de substituição das ações dos acionistas minoritários, fixadas no Protocolo, sejam menos vantajosas do que as que resultariam da avaliação dos patrimônios a preços de mercado, os acionistas dissidentes poderão escolher, ao exercer o direito de recesso, entre o reembolso de suas ações calculado com base no valor do patrimônio líquido contábil ou com base no valor de patrimônio líquido a preços de mercado.

Em outras palavras, **a possibilidade de o valor de reembolso ser fixado com base no patrimônio líquido avaliado a preços de mercado somente existe na hipótese de os acionistas da companhia incorporada serem prejudicados na relação de substituição de suas ações**, em comparação com o critério indicado no Protocolo da operação”.

"Também aqui – cumpre repetir – a finalidade da avaliação dos dois patrimônios prevista no art. 264 é tão-somente permitir a comparação (como dizem os §2º e §3º) entre a relação de troca que tiver sido escolhida pelo controlador comum das sociedades envolvidas, e reproduzida no protocolo de incorporação, e aquela que resultaria da avaliação dos dois patrimônios pelo preço de mercado (ou por critério alternativo). E se a relação de troca eleita pelo controlador se revelar menos vantajosa, os acionistas dissidentes da sociedade incorporada – e só eles – poderão exercer o direito de retirada, optando pelo reembolso ao valor que, na comparação, se revelar o mais benéfico (art. 264, §3º)”.

bb. "como se vê, a doutrina é pacífica no sentido de que o §3º do art. 264 não atribui aos acionistas da incorporadora direito de recesso, na forma como alega o Argucia”;

cc. "em defesa do Argucia não se pode nem ao menos alegar que, por se tratar de alteração recente da Lei da S/A, essa questão ainda não teria sido objeto de

análise pelos juristas e participantes do mercado. É notório que a atual redação do §3º do art. 264 já está em vigor há cerca de 10 anos, quando da promulgação da Lei nº 10.303/01, tempo suficiente para que os juristas se posicionassem sobre o tema, assim como para que outras companhias abertas e fechadas tenham aprovado incorporações reversas”;

dd. "neste sentido, note-se que todas as citações de doutrinadores apresentadas acima foram publicadas posteriormente à promulgação da Lei no 10.303/01, período no qual já ocorreram também inúmeras incorporações reversas, dentre as quais podemos citar, em caráter meramente exemplificativo, as diversas incorporações reversas realizadas em 2009, no contexto da reestruturação societária envolvendo empresas que detinham o controle direto e indireto da BRT. Dentre essas operações, a própria BRT incorporou sua acionista controladora, a Brasil Telecom Participações S/A, que na época era companhia aberta com ações em circulação no mercado, não tendo qualquer dos acionistas da BRT, naquela ocasião, direito de recesso (e nem sequer o requereram)”;

ee. "outro exemplo de incorporação reversa envolvendo duas companhias abertas em que os acionistas da incorporadora não tiveram direito de recesso, muito embora existissem ações de emissão da incorporadora em circulação no mercado, pode-se citar a incorporação da Vale Fosfatados S/A pela Vale Fertilizantes S/A, divulgada em fato relevante datado de 17 de dezembro de 2010”;

ff. "não obstante os inúmeros casos de incorporação reversa aprovados ao longo dos 10 anos de vigência da atual redação do Art. 264, a BRT desconhece qualquer exemplo de incorporação reversa que tenha oferecido direito de recesso aos acionistas da incorporadora. Da mesma maneira, é desconhecido qualquer doutrinador que defenda a tese do Argucia, no sentido de que por força do art. 264, no caso de incorporação às avessas, os acionistas da incorporadora passaram a ter direito de recesso. A leitura da Reclamação nos leva a crer que o Argucia também deve desconhecer esses casos, pois ele foi incapaz de citar qualquer precedente de sua fantasiosa tese”;

gg. "há que se admitir que a Reclamação não busca a aplicação do " *regime de proteção adicional*" citado por ele ao fazer referência ao Parecer de Orientação nº 35, editado por esta CVM em 1º de setembro de 2008 ("Parecer de Orientação nº 35"), criado pelo art. 264 da Lei das S/A. O que o Argucia pretende é criar uma nova e teratológica hipótese de direito de recesso, contrária à própria natureza excepcional do referido instituto”;

hh. "a natureza de excepcionalidade e de taxatividade do direito de recesso é tão evidente que o próprio Argucia a reconhece, conforme citação extraída da Reclamação”:

"Conforme entendimento da nossa doutrina, o direito de recesso deve ser reconhecido quando uma operação societária (suporte fático de incidência da norma) atenda a todos os pressupostos previstos em lei para a sua configuração. Afinal, reconhece-se que o direito de recesso submete-se a um regime de tipicidade fechada, no qual a enumeração das hipóteses de incidência normativa constitui *numerus clausus*, insuscetível de alteração por vontade dos sujeitos de direito”.

ii. "se por um lado o Argucia NÃO citou qualquer doutrinador que compartilhe da sua teoria de que o art. 264 da Lei das S/A cria uma nova hipótese de direito de recesso, por outro ele não teve dificuldade de apresentar citações relacionadas ao regime de tipicidade fechada do direito de recesso, sendo, portanto, desnecessário nos aprofundar ainda mais nessa questão”;

jj. "nessa linha, reconhecendo-se essa característica do instituto, torna-se indefensável a aplicação do mesmo aos acionistas da BRT, pois (a despeito da tese criativa do Argucia) fato é que a Lei das S/A estabelece que na incorporação, ainda que reversa, têm direito de recesso apenas os acionistas da incorporada, sendo irrelevante, para tal hipótese se a incorporada é controladora ou controlada. Qualquer ginástica jurídica para criar situações não previstas na Lei das S/A, elastecendo o alcance do instituto, deve ser de plano descartada”;

kk. "a respeito, é importante a lição de Arnaldo Wald”:

"Na situação objeto da consulta, é importante deixar claro que, sob pretexto de erigir uma construção diferente da inscrita na norma jurídica, não está o intérprete autorizado a impor uma nova forma de exegese das disposições constantes do inc. II do art. 137 da lei societária, que implique modificar o texto legal e substituir a política legislativa erigida estritamente para as situações que ensejam o exercício do direito de retirada. Não são admitidas, assim, as fórmulas aberrantes do chamado "direito alternativo", que substituem a vontade da lei pela sensibilidade subjetiva e pelas intenções do julgador, deturpando o sistema legislativo vigente e ameaçando a segurança jurídica".

ll. "em suma, o Argucia em sua narrativa demonstra claramente a motivação da Reclamação, que nada mais é do que uma tentativa de obter um ganho extraordinário e ilegítimo às custas da Companhia e receber um valor muitíssimo superior ao valor de mercado”;

mm. "como dito acima, ao mesmo tempo em que representa um direito do acionista, o direito de recesso significa para a companhia uma obrigação, um ônus pesado, de pagar ao retirante o valor do reembolso de suas ações, razão pela qual pode prejudicar a própria companhia e os acionistas que nela decidem permanecer se aplicado tal instituto desmedidamente. Esse reembolso tanto pode (i) implicar na redução do capital social, o que acarretaria a diminuição da garantia de seus credores, sem que esses tenham o direito de se opor, como também (ii) pôr em risco a própria situação financeira da companhia, ao impactar indevidamente o seu caixa”;

nn. "isto tudo quando a companhia, que é uma concessionária de serviço público, fortemente demandada pelos órgãos reguladores e atuante em setor extremamente competitivo, precisa cada vez de mais recursos para realizar suas obrigações e fazer frente à concorrência a que está submetida”;

Estrutura da Reestruturação Societária Proposta.

oo. "ainda com o propósito de se locupletar às custas da Companhia e de ter reconhecido o seu direito de recesso, o Argucia criou ainda uma segunda teoria, que é a teoria de que a operação "materialmente" pretendida pelas Companhias Oi seria a incorporação de ações da TMAR pela BRT, seguida da incorporação da TNL pela BRT, a qual nos termos do Art. 252, §1º da Lei das S/A confere direito de recesso aos acionistas da incorporadora.

pp. "esse segundo argumento do Argucia além de apelativo carece de qualquer fundamento jurídico tendo em vista que, conforme se verá a seguir: (i) cada uma das etapas da Reestruturação Societária é fundamental para que as Empresas Oi atinjam os seus objetivos, (ü) a incorporação de ações e a incorporação constituem dois institutos distintos, com efeitos e regras diferentes; e (iii) que o Argucia não apontou qualquer indicio de simulação na Reestruturação Societária”;

qq. "a Reestruturação Societária na forma como está sendo proposta passou por um longo processo de análise interna pelas Companhias Oi antes de sua divulgação ao mercado. Esse processo teve início com a análise de aspectos regulatórios, fiscais, contratuais, econômicos, societários e contábeis das Companhias Oi, para se alcançar uma estrutura societária eficiente e viável considerando as peculiaridades de cada uma das Companhias Oi, buscando identificar as dificuldades e obstáculos das diversas alternativas de implementação da Reestruturação Societária”;

rr. "nos causa surpresa que o Argucia venha a essa Autarquia propor que todos os trabalhos realizados até agora sejam descartados para que essa CVM determine que a operação proposta é, materialmente, a incorporação de ações da TMAR pela BRT. Isso com o único objetivo de atribuir aos Acionistas da BRT de modo particular, um benefício patrimonial. Ocorre que as operações de incorporação e de incorporação de ações são dois institutos absolutamente distintos, com regras e efeitos diferentes, conforme exposto [...] acima”;

ss. "o Argucia não está preocupado com eventual prejuízo que a Reestruturação Societária trará à Companhia. A tese dele é que pelo fato de a Coari - que é uma companhia regularmente constituída, com registro de companhia aberta junto a essa Autarquia desde 29 de outubro de 2001 - ser uma holding não operacional, todas as fases da Reestruturação Societária envolvendo a referida sociedade devem ser desconsideradas pela CVM, para que se considere que a operação proposta é a incorporação de ações da TMAR pela BRT”;

tt. "contudo, o Argucia é inconsistente na própria tese, pois a TNL também é uma holding não operacional. No entanto, ele não cogita que a CVM desconsidere as fases da Reestruturação Societária envolvendo a referida sociedade. Ao contrário, o Argucia solicita que se desconsidere apenas as fases envolvendo a Coari, o que nos leva a crer que essa diferença de tratamento teria como único e exclusivo objetivo trazer benefício particular e indevido aos Acionistas da BRT”;

uu. "não há qualquer razão para se atender à solicitação do Argucia. A Coari **NÃO** é uma sociedade recém constituída, e incorporada com o objetivo de realizar a Reestruturação Societária. Conforme mencionado acima, trata-se de sociedade que existe desde 2001, com o registro de companhia aberta e que vinha cumprindo a sua função, a despeito do fato de ser uma holding”;

vv. "no entanto, o Argucia não considera que a mudança da Reestruturação Societária sugerida por ele acarretaria inúmeros efeitos contábeis, fiscais e societários prejudiciais às Companhias Oi, gerando inclusive colossal participação recíproca entre a Coari e a BRT, a qual, dentre outras, constituiu uma das razões para eleição da estrutura proposta”;

ww. "uma estrutura envolvendo tantas sociedades, com suas especificidades, como as Companhias Oi, requer cautela e habilidade. A estrutura proposta considera inúmeros aspectos contábeis, fiscais, contratuais, societários e regulatórios que não caberia aqui enumerar. Quando se optou por propor a Reestruturação Societária da forma como ela está delineada, considerou-se todos esses aspectos que vão muito além da preocupação individual das Acionistas da BRT";

xx. "do ponto de vista regulatório, por exemplo, para cumprimento de normas emanadas da Agência Nacional de Telecomunicações ("Anatel"), as Companhias Oi são obrigadas a manter as empresas concessionárias prestadoras de serviço de telefônico fixo comutado das regiões I e II, ainda que uma delas somente tenha uma acionista. Dessa forma, a incorporação, ou qualquer outra forma de extinção da TMAR ou da BRT teria dificuldades regulatórias adicionais. As demais Companhias Oi (ou seja, TNL e Coari) podem ser extintas para que se ganhe a eficiência pretendida na simplificação da estrutura societária dessas empresas";

yy. "do ponto de vista financeiro e também regulatório, a referida estrutura busca equalizar a posição patrimonial da TMAR e da BRT, de forma a manter a saúde financeira de cada uma das referidas companhias, bem como sua capacidade individual de cumprir os seus respectivos compromissos financeiros. Esse ponto é crucial para que a Anatel aprove a Reestruturação Societária, pois não fosse, inclusive, a manutenção da capacidade patrimonial de uma das concessionárias respeitadas, a Anatel poderia rejeitar a Reestruturação Societária";

zz. "do ponto de vista contábil, a estrutura proposta busca preservar, de maneira absolutamente lícita, a capacidade da companhia resultante da Reorganização Societária, a BRT, de pagar dividendos futuros, o que seria do interesse de todos os seus acionistas";

aaa. "já no que se refere aos mercados em que as ações das Companhias Oi são negociadas, a escolha da BRT como sociedade resultante, por exemplo, foi igualmente motivada pela conservação da única sociedade dentre as Companhia Oi que tem ambas as suas classes de ações listadas em bolsa tanto no Brasil como no exterior, o que simplifica de forma significativa a implementação da Reorganização Societária";

bbb. "além disso, a estrutura proposta, entre outros efeitos, faz com que incida o direito de recesso da TNL e na Tmar. Se a Tmar fosse a incorporadora, haveria direito de recesso na BRT, mas não na Tmar. O mesmo se diga se fosse a TNL. Estranho seria se a estrutura proposta objetivasse o benefício de um único grupo de acionistas (no caso, os da BRT) em detrimento de todos os outros (os da TNL e da TMAR), como busca o Argucia com a presente Reclamação";

ccc. "de todo modo, não há nem que se falar em prejuízo dos acionistas da BRT, que foram inclusive os únicos beneficiados pela proposta de bonificação que resultará num pagamento de dinheiro para estes (o que não está previsto para os acionistas das demais Companhias Oi)";

ddd. "por fim, vale dizer que não há qualquer indício de que haja simulação na Reestruturação Societária ou qualquer outra espécie de fraude ou vício. Em termos gerais, a simulação ocorre quando há um desvio entre a intenção (intenção real) da reorganização e sua formalização (intenção formalizada), originando, portanto, um acordo enganoso que não reflete o real propósito das partes";

eee. "conforme divulgado no Fato Relevante de 24 de maio de 2011, um dos objetivos da Reestruturação Societária é simplificar a estrutura societária das Companhias Oi, extinguindo as sociedades que, do ponto de vista regulatório, podem deixar de existir, concentrando a liquidez das ações, reduzindo custos operacionais dos mais diversos tipos, tudo em prol de todos os acionistas das Companhias Oi";

fff. "a própria doutrina constata a presença de inúmeras razões legítimas para se realizar operações de reestruturação societária, envolvendo incorporação às avessas. Mesmo que uma parcela de acionistas pudesse eventualmente ser prejudicada, o que não é o caso, o interesse social sempre deverá prevalecer";

ggg. "nesse sentido, confira-se abaixo trecho de parecer jurídico elaborado por Nelson Eizirik, a respeito de incorporação às avessas de subsidiária integral";

"Conforme referido, em função do princípio da prevalência do interesse social, consagrado pela Lei nº 6.404/76, os direitos decorrentes da condição de acionista devem sempre ser exercidos em benefício da companhia.

(...)

[N]ão há dúvida de que a eventual discussão sobre a extinção do Acordo de Acionistas da Companhia Alfa [controladora], em função de sua incorporação pela Companhia Beta [subsidiária integral de Alfa], constitui questão restrita à esfera particular de seus signatários, que não afeta o cumprimento de seus deveres como acionistas da Companhia.

Ora, não pode o interesse social da Companhia Alfa ser prejudicado por discussões de natureza privada de seus acionistas. A estes cumpre não envolver a Companhia no âmbito de tais discussões, abstendo-se de tomar medidas com o objetivo de inviabilizar operações benéficas ao interesse social.

No caso presente, segundo nos foi informado, a incorporação pela Companhia Beta constitui medida que claramente atende ao interesse da Companhia Alfa, tendo em vista os relevantes benefícios de natureza fiscal que tal operação acarretará para as sociedades envolvidas, e, indiretamente, para seus próprias acionistas.

Diante disso, o eventual ato de algum signatário do Acordo de Acionistas da Companhia Alfa que, no âmbito da discussão sobre a continuidade da vigência de tal Acordo, pretender inviabilizar a incorporação da Companhia Alfa pela Companhia Beta carecerá de motivo legítimo, pois não estará observando o interesse social na realização de tal operação".

Conclusão

hhh. "diante de todo o exposto fique evidente que os Acionistas da BRT não têm direito de recesso, no caso de a Reestruturação Societária ser implementada, seja porque (i) a Lei das S/A não lhes assegura esse direito, ou (ii) a operação que se pretende realizar não encerra a incorporação de ações da TMAR pela BRT, mas sim uma série de operações que têm como objetivo simplificar a cadeia societária das Companhias Oi, com a consolidação de seus acionistas na BRT";

iii. "aliás, considerando que nos 35 anos de vigência da Lei das S/A e nos mais de dez anos da Lei nº 10.303/01 não se tem conhecimento de qualquer manifestação doutrinária, ou decisão judicial ou da CVM no sentido de que os acionistas minoritários da sociedade incorporadora têm direito de recesso nas hipóteses ventiladas pelo Argucia, a Companhia entende que, caso a CVM decida acatar tal inusitada tese, por força do art. 2º, parágrafo único, XIII, da Lei 9.784/99, esse entendimento deveria ser aplicado apenas a operações que viessem a ser propostas após a divulgação desse entendimento, sob pena de se infringir os princípios da isonomia e da segurança jurídica, fundamentais ao bom funcionamento do mercado, o que, aliás, é cediço dos mais diversos precedentes dessa Autarquia";

jjj. "face ao exposto requer-se":

kkk. "que essa Autarquia esclareça que o art. 264, §3º da Lei das S/A **NÃO** assegura direito de recesso aos acionistas da incorporadora e, conseqüentemente aos Acionistas da BRT em caso de efetivação da Reestruturação Societária";

lll. "que essa Autarquia reconheça que a operação que se pretende realizar **NÃO** encerra a incorporação de ações da TMAR pela BRT, devendo a Reorganização Societária seguir todos os passos propostos originalmente pelas Companhias Oi, inclusive no que se refere às etapas envolvendo a Coari; e"

mmm. "que essa Autarquia reconheça que o interesse de todas as Companhias Oi deve prevalecer sobre o interesse particular do Argucia, indeferindo o pedido do Argucia de que seja impedida a convocação das assembléias de acionistas necessárias para que se aprove a Reestruturação Societária".

6. Em **02.12.11**, o Argucia protocolizou nova correspondência, tecendo considerações a respeito da resposta da Companhia, a qual teve acesso por meio de vista dos autos do presente processo (fls. 197/203). Nesta nova correspondência, além de reiterar os argumentos apresentados na Reclamação, o Argucia, em suma, acrescentou que (fls. 204/219):
- "o § 4º, do art. 264, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001, conferiu abertura à hipótese de recesso tipificada no § 3º, do mesmo artigo, facultando o exercício do direito de recesso, numa operação de incorporação (reversa ou não) tanto aos acionistas dissidentes da sociedade incorporadora como aos da sociedade incorporada";
 - "o fato de algum acionista dissidente de sociedade incorporadora em operações já realizadas não haver pleiteado o direito de recesso à CVM não implica numa preclusão para os demais em relação a outras operações, nem na supressão do dispositivo legal. Especialmente se considerarmos que, conforme verificar-se-á adiante, os casos apresentados pela Companhia, como paradigmáticos ou precedentes para fins de comprovação da inexistência de direito

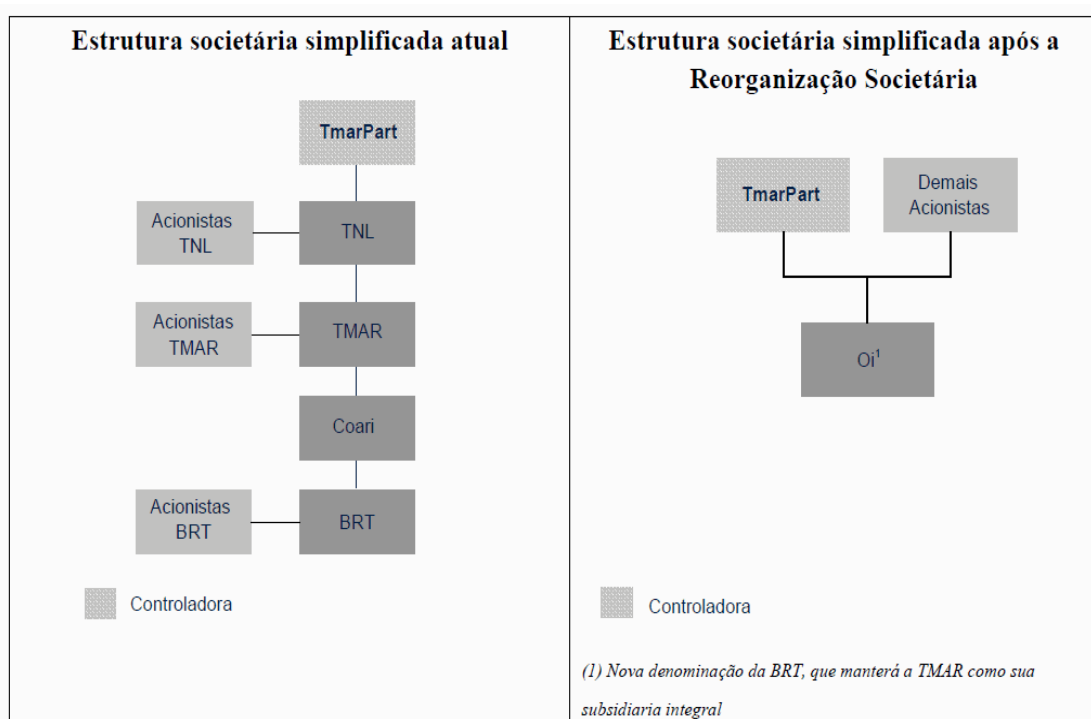
de recesso dos acionistas dissidentes da incorporadora, guardam pouca semelhança com a Reorganização Societária ora proposta, salvo pelo fato de serem, claro, incorporações reversas";

- c. "... um direito que, segundo alegado pela Reclamante, nunca [sic] fora objeto de "manifestação doutrinária, jurisprudencial ou da CVM", uma vez reconhecido, não permite a modulação dos efeitos da decisão de reconhecimento para operações em andamento, sob a alegação genérica de violar o princípio da segurança jurídica por modificar entendimento anterior"; e
- d. "a Companhia não apresentou qualquer justificativa convincente para refutar a alegação da Argucia de que a operação materialmente proposta para o Grupo Oi consiste na incorporação de ações de TMAR por BRT. Ao contrário, faz questão de esclarecer que um de seus objetivos ao moldar a operação proposta foi, justamente, tentar evitar a concessão do direito de recesso para certos acionistas do Grupo Oi, em detrimento dos demais".

II. ANÁLISE

II.1. Considerações Iniciais

7. O objeto da presente Reclamação resume-se à alegação do Argucia de que os acionistas detentores de ações ordinárias de emissão da BRT teriam direito de recesso no âmbito da reorganização societária envolvendo a BRT e as demais companhias do Grupo Oi ("Reorganização Societária").
8. Conforme informado no Fato Relevante divulgado pela Companhia em 24.05.11 (fls. 48/54), a Reorganização Societária compreenderá as seguintes etapas principais:
 - i. incorporação das ações da Telemar Norte Leste S.A. ("TMAR") pela sua subsidiária integral Coari Participações S.A. ("Coari");
 - ii. incorporação da Coari pela BRT; e
 - iii. incorporação da Tele Norte Leste Participações S.A. ("TNL") pela BRT.
9. O quadro abaixo, apresentado no referido Fato Relevante de 24.05.11, apresenta a estrutura organizacional das Companhias Oi antes e depois da Reorganização Societária:



10. Em relação aos direitos de retirada na ocorrência da Reorganização Societária, foram fornecidas no citado Fato Relevante as seguintes informações:
 - a. na incorporação de ações da TMAR pela Coari (etapa 'i' supra), os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias e preferenciais classe A e classe B da TMAR terão direito de recesso pelo valor econômico, nos termos do estatuto social da TMAR;
 - b. na incorporação da Coari pela BRT (etapa 'ii' supra), os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias e preferenciais da Coari terão direito de recesso pelo valor patrimonial de suas ações; e
 - c. na incorporação da TNL pela BRT (etapa 'iii' supra), apenas os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias da TNL terão direito de recesso pelo valor patrimonial de suas ações. Os detentores de ações preferenciais da TNL não terão direito de retirada, uma vez que tais ações possuem liquidez e dispersão no mercado.
11. Como visto, a Companhia entende que os acionistas de BRT não possuem direito de recesso nas etapas 'ii' e 'iii' acima, as quais envolvem diretamente a Companhia.
12. Como as operações que ocorrerão na Reorganização Societária envolvem sociedades controladoras e controladas, o disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76 ("Lei das S/A" ou "LSA") deve ser observado. Desta forma, foram elaboradas avaliações dos patrimônios líquidos a preços de mercado das companhias envolvidas, para os fins da comparação prevista no *caput* do citado dispositivo legal.
13. De acordo com o protocolo e justificação referente à incorporação da Coari (controladora) pela BRT (controlada) (fls. 56/67), a relação de troca proposta para a operação é de 5,1149 ações ordinárias de BRT para cada ação ordinária de Coari e 0,3904 ações ordinárias + 4,0034 ações preferenciais de BRT para cada ação preferencial de Coari. Nesta mesma operação, a relação de substituição alternativa, resultante da aplicação do critério do PL a preços de mercado, foi de 1,963406 ações de BRT para cada ação de Coari. Ou seja, a relação de troca alternativa seria mais vantajosa para os acionistas de BRT.
14. Examinando o protocolo e justificação da incorporação da TNL (controladora) pela BRT (controlada) (fls. 91/102), verifica-se que a relação de troca proposta para a operação é de 2,3122 ações ordinárias de BRT para cada ação ordinária de TNL e 0,1879 ações ordinárias + 1,9262 ações preferenciais de BRT para cada ação preferencial de TNL. Nesta mesma operação, a relação de substituição alternativa, resultante da aplicação do critério do PL a preços de mercado, foi de 2,302004 ações de BRT para cada ação de TNL. Ou seja, também nesta operação a relação de troca alternativa seria mais vantajosa para os acionistas de BRT.
15. Vale ressaltar que as ações preferenciais de emissão da BRT possuem liquidez (integram o Ibovespa) e dispersão (64,5% em circulação), nos termos do inciso II do artigo 137 da Lei nº 6.404/76. Assim, não haveria que se falar em direito de retirada relativo a esta espécie de ação.
16. Os principais argumentos trazidos pelo Reclamante para justificar o direito de recesso relativo às ações ordinárias da BRT, no âmbito da Reorganização Societária, são os

seguintes:

- a. todas as etapas da Reorganização Societária submetem-se ao "regime especial" regulado no art. 264 da LSA, independente da estrutura de operação(ões) escolhida(s);
 - b. estando as diversas operações submetidas ao regime do art. 264, estaria configurada a hipótese de incidência do direito de recesso, nos termos do parágrafo 3º deste dispositivo, uma vez que as relações de troca propostas nas incorporações de Coari e TNL pela BRT seriam menos vantajosas aos acionistas da BRT do que as relações de troca alternativas, calculadas com base no critério do PL a preços de mercado, e tendo em vista que as ações ordinárias de BRT não possuem liquidez ou dispersão; e
 - c. a Reorganização Societária envolve materialmente a incorporação das ações da TMAR pela BRT. As etapas intermediárias (incorporação das ações da TMAR pela Coari e incorporação da Coari pela BRT) deveriam ser desconsideradas, tratando-se de "mero expediente formal". Desta forma, os acionistas ordinários da BRT deveriam ter o direito de recesso previsto no art. 252, §1º da LSA.
17. Além disso, o Argúcia requereu à CVM que impedisse, em caráter cautelar, a convocação de AGE para deliberar sobre as operações em questão, antes da manifestação desta Autarquia sobre os pontos tratados na presente Reclamação, bem como a instauração de Processo Administrativo Sancionador para apurar eventual violação ao direito de recesso dos acionistas da BRT.
18. Em sua resposta, a Companhia trouxe os seguintes principais argumentos para justificar que os acionistas detentores de ações ordinárias de emissão da BRT não possuem direito de retirada:
- a. o direito de recesso tem natureza excepcional e deve ser interpretado restritivamente, não sendo possível a sua extensão para hipóteses não previstas em lei;
 - b. nas operações de incorporação, somente fazem jus ao direito de recesso os acionistas da companhia incorporada, jamais os da incorporadora;
 - c. já ocorreram diversas "incorporações reversas" (incorporação de controladora por sua controlada) no passado, sem que tenha havido manifestação doutrinária, judicial ou da CVM defendendo a tese de que, em tais operações, o parágrafo 3º do art. 264 da LSA conferiria direito de recesso aos acionistas dissidentes da controlada (que, nesses casos, seria a incorporadora);
 - d. o parágrafo 3º do art. 264 da Lei das S/A não cria nova hipótese de direito de recesso, pois o recesso dos acionistas da sociedade incorporada já seria assegurado pela LSA, em seus arts. 136, IV e 137. O parágrafo 3º do art. 264 traria apenas um benefício adicional ao acionista dissidente, representado pela opção entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 da LSA e o valor do PL a preços de mercado; e
 - e. a operação que se pretende realizar não encerra a incorporação das ações de TMAR pela BRT, mas uma série de operações distintas dentro de um processo de reorganização societária, as quais não foram estruturadas, de forma simulada, a fim de frustrar os direitos dos acionistas de BRT. Desta forma, as operações envolvendo a BRT não estariam enquadradas na hipótese prevista no artigo 252 da LSA.

II.2. Incidência do Artigo 252 da Lei das S/A nas Operações Envolvendo a BRT

19. O artigo 252 [\[1\]](#) da Lei nº 6.404/76 trata das operações de incorporação de ações. Nestas, tanto os acionistas dissidentes da sociedade incorporadora (§1º) como os da companhia que terá suas ações incorporadas (§2º) terão direito de recesso, nos termos previstos em lei.
20. Como visto, no âmbito da Reorganização Societária, ocorrerá a (i) incorporação das ações da TMAR pela Coari e a posterior (ii) incorporação da Coari pela BRT. O Reclamante alega, em suma, que tais etapas, apesar de formalmente representarem operações distintas, deveriam ser encaradas "materialmente" como uma única operação. Desta forma, os acionistas ordinários da BRT (incorporadora) teriam o direito de recesso previsto no parágrafo 1º do art. 252 da LSA.
21. A despeito do alegado, em meu entender, não assiste razão ao Reclamante com relação a este ponto específico. Para realizar a Reorganização Societária proposta, que visa simplificar a estrutura societária das Companhias Oi, as administrações das diversas companhias envolvidas tiveram que escolher uma estrutura que atendesse aos objetivos almejados. Uma das companhias teria que ser a "sobrevivente", remanescendo como a única com ações listadas em bolsa.
22. No caso específico, foi escolhida para tanto a BRT, que já possui ações ordinárias e preferenciais listadas na Bovespa e em Nova York, na forma de ADRs. A Companhia mencionou que, na escolha da estrutura proposta, foram considerados aspectos "contábeis, fiscais, contratuais, societários e regulatórios", citando detalhes sobre alguns destes aspectos.
23. Não há indícios de que a estrutura proposta teve o único ou primordial objetivo de frustrar o direito de recesso dos acionistas detentores de ações ordinárias da BRT. Não parece ter havido simulação com tal finalidade, quando foram estabelecidas as etapas referentes à incorporação das ações da TMAR pela Coari e a posterior incorporação da Coari pela BRT.
24. Conforme informado pela Companhia, a Coari já existe há 10 anos, não tendo sido criada com o único intuito de representar uma etapa intermediária (e desnecessária) na atual Reorganização Societária.
25. Além disso, no âmbito da Reorganização Societária, as companhias envolvidas poderão incorrer em relevantes desembolsos a título de recesso, conforme verifica-se do Formulário de Referência 2011 da Companhia mais atual (vs. 11 – fls. 220/224v), dos protocolos e justificativas das operações (fls. 56/102), bem como do Fato Relevante divulgado pela TMAR em 23.11.11 (fls. 225).
26. Na incorporação das ações de TMAR pela Coari, os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias e preferenciais classe A e classe B da TMAR terão direito de recesso pelo valor econômico, o qual foi calculado em R\$ 74,39 por ação, significativamente superior à cotação atual em bolsa de valores (em 02.12.11, as cotações das ações ordinárias e preferenciais eram, respectivamente, de R\$ 54,50 e R\$ 45,00). Considerando o recesso de todas as ações em circulação (33,5 milhões de ações), isto representaria um desembolso potencial de **R\$ 2,5 bilhões**.
27. Em relação à incorporação da TNL pela BRT, apenas os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias da TNL terão direito de recesso pelo valor patrimonial de suas ações (R\$ 28,93 por ação – superior à cotação em bolsa atual de R\$ 20,55). Considerando o recesso de todas as ações ordinárias em circulação (52,6 milhões de ações), isto representaria um desembolso potencial de **R\$ 1,5 bilhão**.
28. Assim, não identificados indícios de simulação ou fraude, as diversas operações propostas deveriam ser consideradas individualmente, tendo cada uma delas seus requisitos específicos e suas conseqüências jurídicas. Em ambas as operações em que a BRT estará envolvida (vide parágrafo 10, itens 'b' e 'c', retro), a Companhia será a incorporadora, e nenhuma delas representa uma incorporação de ações.
29. Desta forma, não haveria que se falar em direito de recesso, advindo do parágrafo 1º do art. 252 da LSA, aos acionistas dissidentes da BRT, nestas duas incorporações de companhias.

II.3. Incidência do Direito de Recesso Previsto no Parágrafo 3º do Artigo 264 da Lei das S/A aos Acionistas da BRT

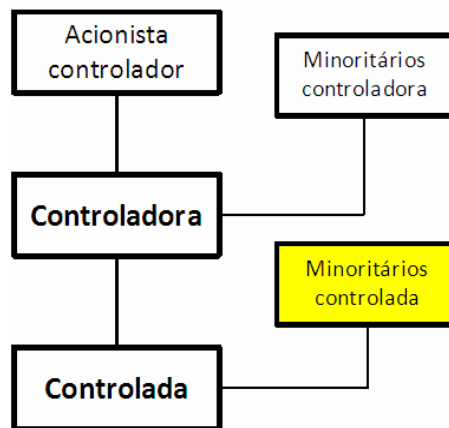
30. As etapas que compõem a Reorganização Societária estão sujeitas ao regime do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, por envolverem companhias controladoras e controladas. O Argúcia argumenta que, por estarem presentes os requisitos legais, os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias de emissão da BRT teriam o direito de retirada previsto no parágrafo 3º do dispositivo em comento, na ocorrência das incorporações da Coari e da TNL pela BRT.
31. Não me causa estranheza o pleito do Reclamante. Pela **literalidade do parágrafo 3º do art. 264**, transcrito abaixo, os acionistas dissidentes da sociedade controlada (e não necessariamente "incorporada") teriam direito de recesso, caso a relação de troca proposta para a operação fosse menos vantajosa do que a relação de substituição alternativa, calculada com base no critério do patrimônio líquido a preços de mercado.

"§3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado." (grifos nossos)

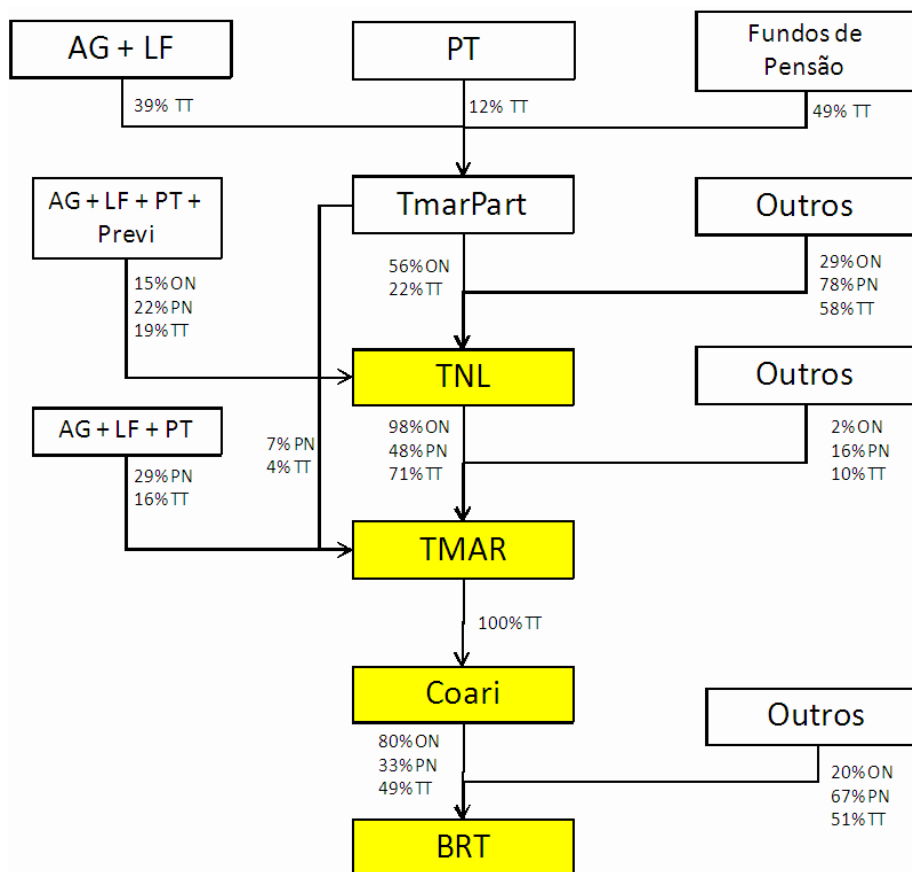
32. Uma das regras de interpretação dispõe que a lei não contém termos inúteis. Neste sentido, cita Fábio Konder Comparato que " *uma das regras hermenêuticas mais tradicionais da tópica jurídica é a de que a lei não contém palavras supérfluas e, a fortiori, sentenças inúteis (...). A presunção maior do intérprete é de que a lei é obra da razão (lex aliquid rationalis), vale dizer, tem coerência, não expressa absurdos ou inutilidades* " (trecho do artigo "O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação", in *Revista de Direito Mercantil*, 1999, vol. 116, Malheiros Editores, pg. 14).
33. O dispositivo legal em comento usa o termo "controlada" e não "incorporada". Desta forma, no presente caso concreto de incorporações reversas, sendo a BRT a companhia controlada (a despeito de ser a incorporadora) e considerando que as ações ordinárias da BRT não possuem liquidez ou dispersão, nos termos do art. 137, II da LSA e, além disso, que em ambas as incorporações, as relações de troca propostas seriam menos vantajosas aos acionistas da BRT do que as relações de troca alternativas, seria razoável concluir que os acionistas ordinários da BRT teriam direito de recesso, pela leitura literal do parágrafo 3º do art. 264 da LSA.
34. É necessário verificar, entretanto, se a literalidade do parágrafo 3º do art. 264 é coerente com a sistemática da Lei das S/A e com o intuito do referido dispositivo.

1. II.3.1. Função do Artigo 264 da Lei das S/A

35. O artigo 264 da LSA [2] aplica-se a determinadas operações societárias (incorporação, incorporação de ações e fusão) envolvendo sociedades controladora e controlada ou sociedades sob controle comum. Nessas operações, conforme ressaltava a Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, não existem "duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia".
36. Desta forma, em tais operações, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/08, "é considerável, por conseguinte, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa".
37. Não é suficiente, entretanto, verificar a existência de risco nessas operações. Adicionalmente, é importante identificar quem representa a parte vulnerável, sujeita a tal risco e, conseqüentemente, objeto primordial de proteção do referido artigo 264.
38. Em operações envolvendo sociedades controladora e controlada, a parte mais vulnerável, via de regra, é representada pelos acionistas minoritários da controlada. Como, na maioria dos casos, o acionista controlador concentra sua participação societária na sociedade controladora, os demais acionistas da controladora estariam no mesmo "pólo de interesses" do acionista controlador, que é quem determina as condições das operação. Assim, eventual ausência de comutatividade seria arcada pelos acionistas minoritários da controlada, que encontrar-se-iam no "pólo de interesses" oposto ao do acionista controlador.
39. O quadro abaixo auxilia a compreensão desta afirmativa. Nele está esquematizada a estrutura mais usual existente entre sociedades controladora e controlada, onde o acionista controlador participa e controla ambas as sociedades por meio de sua posição acionária no capital votante da controladora:



40. Em uma incorporação "tradicional", onde a sociedade controlada é incorporada por sua controladora, o acionista controlador (que é quem determina os termos da operação) possui o incentivo de buscar o maior ganho para si, valorizando as ações por ele detidas e buscando ter sua participação diluída o mínimo possível. Desta forma, ao estabelecer a relação de troca entre as ações da controladora e da controlada (que irá desaparecer ao ser incorporada), o acionista controlador tenderia a favorecer a avaliação das ações da controladora (as quais ele detém diretamente), em detrimento da avaliação das ações da controlada. A função precípua do artigo 264 da LSA é proteger os acionistas da controlada das possíveis conseqüências deste conflito de interesses.
41. Esse mesmo risco, suportado pelos minoritários da controlada, continua existindo nas outras modalidades de operações envolvendo controladora e controlada (fusão, incorporação de ações e operações "reversas"). Na "incorporação reversa" (incorporação da controladora por sua controlada), por exemplo, o acionista controlador continuaria tendendo a valorizar as ações que detém na controladora, em detrimento das ações da controlada, com a intenção de receber o maior número possível de novas ações da controlada em troca de suas ações da controladora.
42. Deste modo, o artigo 264 da LSA objetiva, primordialmente, proteger a parte mais vulnerável no âmbito de operações societárias envolvendo controladora e controlada, que é representada pelos acionistas minoritários da controlada. São estes que, nos termos do parágrafo 3º do dispositivo legal em comento, terão o direito de retirada, caso a relação de substituição proposta lhes for menos vantajosa que a relação alternativa calculada de acordo com o *caput* do mesmo artigo.
43. Cumpre salientar que, em linha com o entendimento já manifestado pelo Colegiado da CVM em diversas ocasiões, o artigo 264 também possui um objetivo informacional, pretendendo-se que seja produzida uma informação nova (a relação de substituição alternativa) a ser posta à disposição não apenas dos acionistas da controlada, mas também dos acionistas da controladora e do mercado em geral, para que seja possível aferir a equidade da relação de substituição proposta. Entretanto, isto não descaracteriza os acionistas minoritários da controlada como o principal foco de proteção do dispositivo em comento, via o direito de recesso.
44. A escolha lógica da busca pela proteção aos acionistas minoritários da controlada mostra-se evidenciada na própria redação do *caput* do artigo 264, quando este menciona que a justificação da incorporação deve conter "o cálculo das relações de substituição das ações **dos acionistas não controladores da controlada** com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada(...) a preços de mercado" [grifos nossos].
45. Também a Exposição de Motivos da Lei das S/A torna clara a escolha efetuada, quando menciona que " a incorporação de companhia controlada requer normas especiais para a proteção de **acionistas minoritários** "; "a justificação da operação apresentada à **Assembléia Geral da companhia controlada** deve comparar o patrimônio das duas companhias com base no valor do patrimônio líquido, a preços de mercado"; e "se as bases da incorporação aprovadas pela maioria da controladora forem menos vantajosas (**para os acionistas minoritários da controlada**) do que a comparação referida na letra anterior, os acionistas dissidentes terão direito de retirada " [grifos nossos].
46. No caso em tela, verifica-se que os acionistas controladores (Telemar Participações S.A. ("TmarPart") e, indiretamente, LF Tel S.A. ("LF"), Luxemburgo Participações S.A. ("AG") e Bratel Brasil S.A. ("PT")) concentram suas participações acionárias nas sociedades controladoras, TMAR e TNL, o que demonstra que os acionistas de BRT encontram-se no pólo mais vulnerável da cadeia societária (vide o organograma abaixo, estruturado conforme dados constantes do Formulário de Referência 2011 vs.11 da BRT – fls. 220/224v):



47. Atualmente, os acionistas controladores AG, LF e PT detêm conjuntamente, indiretamente, 18,1% do capital da BRT. Ao final da Reorganização Societária, assumindo, apenas para fins de cálculo, que nenhum acionista das companhias envolvidas exercerá direito de recesso, a participação conjunta de AG, LF e PT, direta e indireta, no capital social da BRT, será de **30,7%**.
48. Caso fossem utilizadas relações de troca alternativas, calculadas com base nos patrimônios líquidos a preços de mercado das companhias (conforme laudos preparados pela Apsis – fls. 261/267v), critério eleito pelo legislador para apurar se as relações de substituição propostas são equitativas, a participação conjunta dos acionistas AG, LF e PT, direta e indireta, no capital da BRT, ao término da Reorganização Societária, cairia para **28,6% (-7%**, representando uma queda de cerca de R\$ 490 milhões, considerando as cotações médias que determinaram as relações de troca propostas).

II.3.2. Autonomia do Direito de Recesso do Artigo 264 da Lei das S/A

49. No âmbito das operações societárias envolvendo controladora e controlada ou sociedades sob controle comum, o principal mecanismo de proteção previsto no artigo 264 é o direito de recesso dos acionistas minoritários da controlada, nos termos do parágrafo 3º desse dispositivo.
50. Em operações de incorporação de controlada por controladora (hipótese prevista no *caput* do art. 264), a sociedade controlada assume também a posição de incorporada. Dessa forma, seus acionistas (aqueles que dissentirem da deliberação da assembléia que aprovar a operação) fazem jus ao direito de retirada previsto no artigo 137, *caput*, da LSA, bem como ao recesso disposto no parágrafo 3º do artigo 264 da LSA (quando a relação de substituição aprovada lhes for menos vantajosa que a relação alternativa calculada de acordo com o *caput* do mesmo artigo).
51. Entretanto, torna-se necessário verificar se o direito de retirada previsto no parágrafo 3º do artigo 264 da LSA é um direito autônomo ou tratar-se-ia apenas de um potencial incremento ao direito de retirada já existente, por conta de outros dispositivos da Lei da S/A (como os arts. 137 e 252).
52. Enquanto tal constatação não apresenta efeitos práticos na situação de incorporação de controlada por controladora (pois nesta confundem-se os beneficiários do direito de retirada – os acionistas da controlada/incorporada – que, por óbvio, irão exercer o recesso que lhes gerará o maior valor de reembolso), a autonomia dos direitos de retirada dos arts. 137 e 264 da LSA mostrar-se-ia relevante em outras situações (como, por exemplo, no caso de incorporação reversa), onde cada direito autônomo apresentaria diferentes beneficiários.
53. Como será visto adiante, trata-se de questão controversa.
54. Em prol da independência dos direitos de recesso, serviria como argumento a forma com a qual a doutrina enumera os diferentes direitos de retirada, identificando-os separadamente:
- "Na redação original do art. 137 da Lei 6.404, de 1976, além dos casos previstos nos arts. 252, §1º (criação de subsidiária integral mediante incorporação de ações), 256, §2º (compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil) e 264, §3º (incorporação, por controladora, de companhia controlada), cabia o recesso nas hipóteses de: (...) e incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão (hipótese reafirmada no art. 230)..."* (grifos nossos)
- (COMPARATO, Fábio Konder "O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação", in *Revista de Direito Mercantil*, 1999, vol. 116, Malheiros Editores, pg. 13)
55. A mesma inferência sobre a autonomia dos diferentes direitos de recesso poderia ser obtida da obra de Modesta Carvalhosa, quando o autor, ao tecer comentários sobre o artigo 45 da Lei da S.A., enumera, dentre as 15 hipóteses de recesso vigentes atualmente, as duas hipóteses aqui discutidas, de forma independente:
- "7) Fusão da companhia ou sua incorporação em outra (arts. 137, IV, 223, 225 e 230), com redação dada pela Lei n. 10.303, de 2001;*
- 8) Incorporação de companhia controlada ou sua fusão (art. 264), com redação dada pela Lei n. 10.303, de 2001;"*
- (CARVALHOSA, Modesto: *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – Volume 1*, 5ª ed., Saraiva, São Paulo, 2009 – pgs. 446/447)
56. Reforçando a idéia da autonomia do direito de recesso do artigo 264 frente ao direito previsto no artigo 137 (c/c art. 136), ambos da LSA, vale comentar que ambos já eram previstos na redação original da Lei nº 6.404/76, bem como não há disposição legal que indique que o recesso do artigo 264 seja subsidiário em relação a outras hipóteses de reembolso. Além disso, seria possível argumentar que o recesso previsto no art. 264 possuiria razão específica de existir, qual seja, proteger a parte vulnerável em uma operação onde há risco de não comutatividade (risco mitigado em incorporações "tradicionais", negociadas entre partes independentes).
57. Nesse sentido, o termo "opção", contido no parágrafo 3º do art. 264 ("... poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado") poderia ser interpretado de modo a não refutar a independência dos referidos direitos de retirada, trazendo apenas regra para a

determinação do valor de reembolso a ser praticado, qual seja, o maior entre o valor previsto no artigo 45 (patrimonial ou econômico, caso previsto no estatuto) e o patrimônio líquido a preços de mercado.

58. Ainda em defesa da independência do direito de recesso do art. 264 da LSA, mesmo que não houvesse previsão legal de que os acionistas dissidentes da incorporada possuíssem direito de recesso na incorporação "tradicional" (ou seja, mesmo que o inciso IV do artigo 136 não existe na Lei), a redação do parágrafo 3º do art. 264 não ficaria prejudicada e, por si só, já criaria um direito de retirada para os acionistas da controlada, exclusivamente no âmbito de operações envolvendo controladora e controlada ou sociedades sob controle comum.
59. Por outro lado, cabe ressaltar que a redação do citado parágrafo 3º do art. 264 difere consideravelmente de outros dispositivos que, além do art. 137, prevêem direitos de retirada. Neste aspecto, a literalidade dos parágrafos 1º e 2º do art. 252 e do parágrafo 2º do art. 256 é mais enfática na determinação da existência de direito de retirada do que a redação do art. 264, §3º, da LSA.
60. Uma interpretação também plausível deste último dispositivo seria a de que os acionistas dissidentes da controlada "poderão optar" pelo valor do direito de retirada que já possuiriam (derivado do art. 137, caput c/c art. 136, IV), valor este "fixado nos termos do art. 45", ou pelo "valor apurado em conformidade com o disposto no *caput*" do art. 264, o que poderia afastar a independência entre os dois direitos de recesso.

II.3.3. Operações Societárias Contempladas na Redação Original do Artigo 264 da Lei das S.A.

61. A redação original de 1976 do artigo 264 da LSA contemplava apenas as hipóteses de incorporação de companhia controlada por sua controladora (*caput*) e fusão de companhia controladora e controlada (parágrafo 4º).
62. Como já visto, na incorporação de controlada por sua controladora, ao confundirem-se as sociedades "controlada" e "incorporada", não surgem efeitos práticos pela incidência simultânea dos direitos de retirada previstos nos arts. 137 e 264 da LSA, pois ambos afetam apenas os acionistas da sociedade controlada/incorporada.
63. Todavia, quando analisada a fusão de companhia controladora e controlada, abrangida pelo artigo 264 desde sua redação original, é possível vislumbrar a razão da escolha do termo "controlada" – e não "incorporada" – na redação original (e na atual redação) do parágrafo 3º deste artigo:

"§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação terão direito de escolher entre o valor de reembolso fixado nos termos do artigo 137 ou:

a) no caso de companhia aberta, pela cotação média das ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão, durante os 30 (trinta) dias anteriores à data da assembléia que deliberar sobre a incorporação;

b) no caso de companhia fechada, pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado".

§ 4º Aplicam-se à fusão de companhia controladora e controlada as normas especiais previstas neste artigo". (grifos nossos)

64. Foi utilizada no parágrafo 3º do art. 264 da Lei das S/A a palavra "controlada", e não "incorporada", pois, seguindo a lógica do *caput* do art. 264 (onde também o termo "controlada", e não "incorporada", é expresso), são os acionistas desta sociedade os principais mercedores da proteção do dispositivo em comento.
65. Isto torna-se claro na análise da fusão de companhia controladora e controlada. Neste tipo de operação não faria sentido utilizar-se o termo "incorporada", pois não existe companhia incorporada; entretanto, existe companhia "controlada", cujos acionistas minoritários estão sujeitos às condições determinadas pela companhia controladora, condições estas que apresentam o risco de serem não equitativas.
66. Desta forma, a leitura literal do parágrafo 3º do art. 264 também mostra-se a mais adequada para o caso de fusão entre controladora e controlada: enquanto os acionistas dissidentes da controladora teriam o direito de retirada previsto no artigo 137 (c/c art. 136, IV) da LSA, os minoritários dissidentes da controlada possuiriam, além deste, o direito de recesso do art. 264, §3º da Lei nº 6.404/76 (seja este verdadeiro direito autônomo ou apenas um incremento ao recesso do art. 137), reconhecendo a vulnerabilidade dos mesmos, como nos casos anteriormente descritos.

II.3.4. Operações Societárias Introduzidas pela Lei nº 10.303/01

67. O rol de operações abrangidas pelo artigo 264 da LSA foi alterado apenas em 2001, com o advento da Lei nº 10.303, que, ao alterar o parágrafo 4º, incluiu sob o escopo de proteção deste artigo as operações de incorporação de controladora por sua controlada ("incorporação reversa"), incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, e incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.
68. Vale mencionar que o legislador simplesmente incluiu tais operações no art. 264, sem trazer outras alterações a este dispositivo que o adaptassem ou esclarecessem sua aplicação às "novas" operações, o que leva a suscitar dúvidas e controvérsias.
69. A doutrina majoritária simplesmente menciona que tais operações ingressaram no escopo de proteção do art. 264, sem entrar em detalhes a respeito das interpretações e implicações jurídicas relativas às "novas" operações. A própria fusão entre controladora e controlada não é tratada em maior profundidade pela maioria da doutrina, que se atém ao detalhamento referente ao "caso paradigmático" da incorporação de controlada por sua controladora.
70. Entendo que, ao interpretar o dispositivo em questão em relação às operações introduzidas pela Lei nº 10.303/01, dever-se-ia ter em mente sua finalidade precípua, qual seja, a proteção dos acionistas minoritários da controlada, parte mais vulnerável também nestas operações societárias.
71. Nessa linha, uma interpretação alegadamente "sistemática", que considerasse que o art. 264, desde seu *caput* até o parágrafo 3º, trataria apenas da "hipótese paradigmática" da incorporação de controlada por sua controladora, e que, ao abordar as demais hipóteses cobertas pelo artigo, desvirtuasse sua finalidade, deixando os acionistas dissidentes da controlada desprotegidos, possivelmente não seria a melhor interpretação.
72. Assim, na suposição de que o direito de recesso do art. 264 fosse independente do direito previsto no art. 137, em operação de incorporação reversa (ou incorporação de ações reversa), o parágrafo 3º do art. 264 deveria continuar a ser interpretado em sua literalidade, tendo os acionistas da companhia controlada, ainda que esta seja a incorporadora, o direito de recesso previsto no dispositivo em comento (quando presentes os demais pressupostos legais). Isto não impediria os acionistas dissidentes da controladora/incorporada de continuarem a possuir o direito de retirada estabelecido no artigo 137 (c/c art. 136, IV) da LSA, em decorrência da autonomia entre ambos.
73. O quadro a seguir resume as conseqüências advindas da abordagem aqui descrita para todas as operações previstas no art. 264 da LSA, envolvendo controladora e controlada. Nota-se que, de forma coerente e sistemática, os acionistas dissidentes da controlada, independente da posição que esta ocupe na operação, estariam protegidos pelo direito de recesso do art. 264 (estando presentes os requisitos legais para seu exercício), o que não ocorreria caso fosse adotada a interpretação de que o direito de recesso do art. 264 seria subsidiário às demais hipóteses de recesso:

		RECESSO				
		1) Incorporação de controlada por controladora	2) "Incorporação reversa"	3) Fusão	4) Incorporação de ações da controlada por controladora	5) "Incorporação de ações reversa"
Acionista controlador	Minoritários controladora	Não têm recesso	Art. 137	Art. 137	Art. 252	Art. 252
Controladora	Minoritários controlada (mais vulneráveis, em tese)	Art. 137 Art. 264	Art. 264	Art. 137 Art. 264	Art. 252 Art. 264	Art. 252 Art. 264
Controlada						

II.3.5. Outras Incorporações Reversas Mencionadas pela BRT

74. Sem prejuízo das considerações acima, vale examinar os dois exemplos de incorporações reversas citados pela Companhia em sua resposta, a fim de verificar suas similaridades e diferenças em relação às presentes operações.

Incorporação da Vale Fosfatados S.A. pela Vale Fertilizantes S.A.

75. Em janeiro de 2011, foi aprovada a incorporação, pela Vale Fertilizantes S.A. (antiga Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfertil), de sua controladora Vale Fosfatados S.A..

76. Ao contrário do que afirmou a BRT em sua resposta, apenas a Vale Fertilizantes S.A. é companhia aberta. De acordo com o Fato Relevante divulgado pela mesma em 17.12.10 (fls. 226/227v) e com o Formulário de Referência 2010 vs.10, anterior à incorporação (fls. 228/230v), a Vale Fosfatados S.A. (controladora/incorporada) era companhia fechada, tendo seu capital integralmente detido por Mineração Naque S.A., empresa do Grupo Vale.

77. Além disso, de acordo com o protocolo e justificação da incorporação reversa em questão (fls. 231/233), a relação de troca alternativa, calculada de acordo com o critério do PL a preços de mercado das companhias envolvidas, foi menos favorável aos acionistas da controlada/incorporadora do que a relação de troca proposta, o que afastaria o direito de recesso do art. 264 da LSA (relação proposta = 2,85 ações da Vale Fosfatados para cada ação da Vale Fertilizantes; relação alternativa = 2,37 ações da Vale Fosfatados para cada ação da Vale Fertilizantes).

78. Assim, verifica-se que esta operação difere das incorporações de Coari e TNL pela BRT, objeto da presente análise.

Incorporação da Brasil Telecom Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A.

79. A incorporação da Brasil Telecom Participações S.A. ("BRTP") por sua controlada Brasil Telecom S.A. foi aprovada em AGE de 30.09.09. Ambas as companhias eram abertas previamente à operação.

80. Em relação às ações ordinárias, conforme constou de protocolo e justificação dessa incorporação (fls. 234/237), a relação de substituição proposta foi de 1,22 ações ordinárias de BRT para cada ação ordinária de BRTP. Já a relação de troca alternativa, calculada pelo critério do PL a preços de mercado, foi de 1,13 ações de BRT para cada ação de BRTP, ou seja, mais favorável para a controlada/incorporadora (BRT) do que a relação proposta, de forma semelhante às incorporações agora analisadas.

81. Entretanto, previamente à referida incorporação, 99,34% das ações ordinárias de emissão da BRT eram detidas pela própria controladora BRTP (vide Formulário IAN 2007 e Fato Relevante de 23.06.09 – fls. 238 e 239). Apenas 0,66% das ações ordinárias da BRT estavam nas mãos de outros acionistas.

82. Além disso, tais ações ordinárias em circulação da BRT representavam as ações remanescentes de OPA por alienação de controle, cujo leilão ocorreu em 23.06.09, pouco antes da referida incorporação, ao preço de R\$ 60,64, superior ao reembolso em questão (o patrimônio líquido a preços de mercado por ação de BRT era de R\$ 44,05 – fls. 240). Tais razões poderiam explicar a ausência de contestação por não ter sido possibilitado o direito de recesso desses acionistas.

83. Vale mencionar que aos acionistas ordinários de BRTP foi possibilitado o direito de recesso pelo valor patrimonial, nos termos do art. 137 da LSA. Este representou um valor de R\$ 15,90 por ação, significativamente inferior às cotações de mercado à época (fls. 241/242).

84. No que tange às ações preferenciais, ocorreu o inverso: a relação de substituição proposta foi de 0,17 ações ordinárias + 0,91 ações preferenciais de BRT (i.e. 1,08 ações de BRT) para cada ação preferencial de BRTP. A relação de troca alternativa, calculada pelo critério do PL a preços de mercado, foi a mesma, de 1,13 ações de BRT para cada ação de BRTP, ou seja, menos favorável para a controlada/incorporadora (BRT) do que a relação proposta, o que afastaria o direito de retirada do art. 264 da LSA.

85. O protocolo e justificação da incorporação da BRTP pela BRT ainda informou que " os acionistas titulares de ações preferenciais da BrT Part não terão direito de retirada, uma vez que as ações preferenciais da BrT Part possuem liquidez e dispersão no mercado".

II.4 Considerações Adicionais

86. A tabela a seguir apresenta os valores por ação das companhias envolvidas na Reorganização Societária, calculados com base em diversos critérios:

Valores por ação (R\$)

	BRTO3	BRTO4	TMAR3	TMAR5	TNLP3	TNLP4
Cotação em bolsa (média 30 dias antes FR de 24.05.11)*	14,23	12,34	72,80	54,97	32,91	26,45
Cotação em bolsa (02.12.11)	12,00	11,14	54,50	45,00	20,55	17,27
Valor patrimonial (30.06.11) - recesso TNLP3	17,47	17,47	60,38	60,38	28,93	28,93
PL a preços de mercado (Apsis)*	23,07	23,07	69,84	69,84	26,91	26,91
Valor econômico - recesso TMAR	-	-	74,39	74,39	-	-
Fluxo de Caixa Descontado - Bradesco BBI (Comitê TMAR)*	17,73	17,73	70,24	70,24	34,50	34,50
Fluxo de Caixa Descontado - BTG Pactual (Comitê TNL)*	18,30	18,30	77,06	77,06	37,00	37,00
Fluxo de Caixa Descontado - Itau BBA (Comitê BRT)*	25,84	25,84	122,79	122,79	60,49	60,49
Fluxo de Caixa Descontado - Barclays (TNL)*	16,62	16,62	75,58	75,58	35,40	35,40

* Deduzida a bonificação de BRT (R\$ 2,54 por ação)

87. De acordo com o Formulário de Referência vs.11 da BRT (o mais atual), existem em circulação 41,4 milhões de ações ordinárias de sua emissão, representando 20,37% dessa espécie de ação.
88. De acordo com o laudo de avaliação preparado pela Apsis Consultoria Empresarial Ltda. (fls. 243/244), o valor do patrimônio líquido a preços de mercado da BRT, antes das incorporações de Coari e TNL, seria de R\$ 13,6 bilhões (mais que 2 vezes o valor atual da Companhia em bolsa – fls. 245). Isto representa um valor por ação de R\$ 23,07, cerca de 100% maior do que a cotação atual em bolsa das ações ordinárias de BRT (BRTO3).
89. Caso todos os acionistas minoritários detentores de ações ordinárias da BRT exercessem o direito de recesso previsto no art. 264 da LSA, isto representaria um desembolso pela Companhia da ordem de **R\$ 956 milhões**, valor bastante significativo, correspondente a 15% do valor de mercado da BRT e a 42% do caixa da Companhia (vide 3º ITR 2011 – fls. 246/247), após a distribuição prevista de R\$ 1,5 bilhão na Bonificação e Resgate de Ações da BRT pré-incorporações (vale citar que cerca de 50% da Bonificação de R\$ 1,5 bilhão será distribuída à Coari, controladora atual da BRT, ou seja, não sairá efetivamente do caixa das Companhias Oi).
90. Um desentaxa desta monta, descapitalizando a Companhia, poderia ser prejudicial ao desfecho da Reorganização Societária, a qual, a princípio, é desejada por todas as partes envolvidas. Entretanto, vale mencionar que, salvo engano, conforme já descrito nos parágrafos 26 e 27 retro, a estruturação da Reorganização Societária já contemplaria desembolsos potenciais da ordem de **R\$ 4 bilhões**, a título de reembolso aos acionistas de TMAR e TNL.
91. Em relação ao intuito do direito de recesso, este representa, nas palavras de Fábio Konder Comparato (no artigo supra citado), um "*contradireito potestativo do acionista em relação a um poder legal da assembléia*". Seu objetivo é propiciar ao acionista dissidente uma forma de retirar-se da sociedade e não uma maneira de obter ganhos financeiros às custas da companhia.
92. Entretanto, desde a alteração da Lei das S/A instituída pela Lei nº 9.457/97 (e posteriormente modificada pela Lei nº 10.303/01), para haver direito de recesso, as ações não podem possuir liquidez e dispersão, nos termos das alíneas 'a' e 'b' do inciso II, do art. 137 da LSA. Ou seja, ainda que tal alteração legislativa seja alvo de críticas, o direito de retirada, às custas da companhia, atualmente só será exercível quando o acionista dissidente não tenha condições de retirar-se da sociedade por meio da venda de suas ações no mercado.
93. No caso em tela, mostra-se válido considerar que, apesar das ações de BRTO3 não apresentarem liquidez e dispersão, nos termos do inciso II do artigo 137 da Lei nº 6.404/76, há um volume razoável negociado diariamente em bolsa. Desde a divulgação do Fato Relevante de 24.05.11, quando foi anunciada a Reorganização Societária, as ações ordinárias da BRT apresentaram uma média diária de negócios de R\$ 1,1 milhão, incluindo ADRs.
94. Adicionalmente, a meu ver, não há indícios de que a Reorganização Societária foi estruturada, da forma proposta, com o único intuito de prejudicar o direito de recesso dos acionistas ordinários dissidentes da BRT. Até porque o entendimento de que estes possuíam o direito de retirada, previsto no art. 264, §3º da LSA, não é evidente ou pacífico (como discutido no decorrer do presente relatório).
95. Ao contrário, o entendimento predominante atualmente aparenta ser o de que o direito de recesso do art. 264 não representa um direito autônomo, mas apenas uma "extensão" do direito de retirada previsto no artigo 137 c/c 136, IV da LSA. Ou seja, em uma incorporação, seja ela "tradicional" ou "reversa", apenas os acionistas dissidentes da sociedade incorporada possuíam o direito de retirada, independente da incorporada ser controladora ou controlada.
96. Apesar da doutrina não aprofundar tal questão, como já descrito anteriormente (pois a doutrina majoritária examina apenas o caso paradigmático da incorporação de controlada por sua controladora), é possível inferir tal posicionamento, de algumas passagens dos livros. Por exemplo, Modesto Carvalhosa, ao tecer comentários ao citado art. 264 em sua obra "Comentários à Lei de Sociedades Anônimas", menciona expressamente a palavra "incorporada", no lugar de "controlada":
- "No entanto, conforme dispõe o §3º deste art. 264, caso as relações de substituição das ações dos acionistas minoritários sejam menos vantajosas do que as que resultariam da comparação prevista no caput, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia geral da incorporada poderão escolher, ao exercer o direito de recesso, entre o reembolso de suas ações calculado com base no valor do patrimônio líquido contábil ou com base no valor de patrimônio líquido a preços de mercado".* (grifos nossos)
- (CARVALHOSA, Modesto: *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – Volume 4 – tomo II*, 3ª ed., Saraiva, São Paulo, 2009 – pg. 288)
97. No que tange à CVM, não foi possível identificar uma análise a respeito desta questão específica. No entanto, a conjunção de fatores que, em tese, deveriam estar presentes, diminui a probabilidade de ter havido provocação anterior no mesmo sentido da presente Reclamação: não bastava (i) a ocorrência de incorporação reversa envolvendo companhias abertas (efetivamente já ocorreram várias), mas também que (ii) a controlada/incorporadora possuísse acionistas minoritários (às vezes tratava-se de subsidiária integral da controladora), que (iii) a relação de troca alternativa, prevista no caput do art. 264 da LSA, fosse mais favorável aos minoritários da controlada do que a relação de substituição proposta, que (iv) as ações da controlada não apresentassem liquidez ou dispersão e, finalmente, que (v) o valor de recesso advindo da aplicação do parágrafo 3º do art. 264 fosse atrativo economicamente.
98. Foram identificadas algumas incorporações reversas passadas nas quais, mesmo sem que todos os elementos elencados acima estivessem presentes, foi possível verificar que o entendimento das companhias era de que apenas os acionistas da incorporada (mesmo sendo a controladora) faziam jus ao direito de recesso do parágrafo 3º do art. 264 da LSA. Entre essas, incluem-se a incorporação da Multipar S/A, Planejamento e Corretagem de Seguros pela Energisa S/A (janeiro de 2007 – fls. 248/249), a incorporação da Metanor S/A – Metanol do Nordeste pela Copenor – Companhia Petroquímica do Nordeste (novembro de 2009 – fls. 250/258), incorporação da CP Cimento e Participações S.A. pela Cimento Tupi S.A. (março de 2011 – fls. 259/260) e as já citadas incorporações da Vale Fosfatados S.A pela Vale Fertilizantes S.A. e da Brasil Telecom Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A..
99. Desta forma, devido à controvérsia relativa à autonomia do direito de recesso previsto no parágrafo 3º do art. 264 em relação ao disposto no artigo 137, ambos da Lei das S/A (vide parágrafos 49 a 60 retro), bem como ao entendimento atualmente vigente, de que apenas os acionistas dissidentes da sociedade incorporada possuíam direito de recesso (mesmo em incorporação envolvendo controladora e controlada), não é possível concluir, neste momento, que os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias de BRT fariam jus ao direito de recesso, no âmbito das operações tratadas no presente relatório de análise.

Solicitações adicionais efetuadas pelo Argucia

100. Com relação ao pedido do Argucia para que a CVM determine, em caráter cautelar, a não realização da convocação da AGE da BRT que apreciará a Reorganização Societária antes da manifestação desta Autarquia sobre a Reclamação, entendo que não há previsão legal para tal medida cautelar, o que prejudica tal pedido.
101. A respeito da solicitação do Reclamante de instauração de Procedimento Administrativo Sancionador para apurar eventual violação ao direito de recesso dos acionistas da BRT, cabe a própria CVM, e não a terceiros, avaliar a necessidade da abertura de processo sancionador em face de seus regulados.

III. CONCLUSÃO

100. Diante do exposto, conforme mencionado nos parágrafos 28, 29 e 99 retro:
- os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias de emissão de Brasil Telecom S.A. não teriam o direito de recesso previsto no parágrafo 1º do artigo 252 da Lei nº 6.404/76, dentro da Reorganização Societária aqui tratada; e
 - não é possível concluir que os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias de emissão de Brasil Telecom S.A. fariam jus ao direito de recesso previsto no parágrafo 3º do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, no âmbito das incorporações de Coari Participações S.A. e Tele Norte Leste Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A..
101. Isto posto, sugiro o envio de ofício ao Reclamante, com cópia para a Companhia, nos termos da minuta às fls. 268/269, comunicando as conclusões constantes do presente relatório de análise.

Atenciosamente,

Dov Rawet

Analista GEA-4

[1] Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

§ 1º A assembléia-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.

§ 2º A assembléia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

§ 3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembléia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta."

[2] "Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no *caput*.

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

§ 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263."

PARA: SEP MEMO/CVM/SEP/GEA4/Nº163/11

DE: GEA-4 DATA: 08.12.11

ASSUNTO: Reclamação de Acionista

Brasil Telecom S.A.

Processo CVM nº RJ-2011-11770

Senhor Superintendente,

Trata-se de reclamação protocolizada por Argucia Income Fundo de Investimento em Ações ("Argucia" ou "Reclamante"), em 17.10.11, na qualidade de acionista da Brasil Telecom S.A. ("BRT" ou "Companhia"), acerca de eventual direito de recesso a que, no seu entendimento, fariam jus os acionistas detentores de ações ordinárias de emissão da BRT, no âmbito da reorganização societária envolvendo a Companhia e as demais empresas do Grupo Oi.

A questão foi resumida e analisada por meio do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº80/11, de 08.12.11 (fls. 270/312), que concluiu que:

- a. os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias de emissão de Brasil Telecom S.A. não teriam o direito de recesso previsto no parágrafo 1º do artigo 252 da Lei nº 6.404/76, dentro da Reorganização Societária aqui tratada; e
- b. não é possível concluir que os acionistas dissidentes detentores de ações ordinárias de emissão de Brasil Telecom S.A. fariam jus ao direito de recesso previsto no parágrafo 3º do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, no âmbito das incorporações de Coari Participações S.A. e Tele Norte Leste Participações S.A. pela Brasil Telecom S.A..

A respeito, informo que estou de acordo com a análise e conclusão contidas no referido relatório, cabendo ressaltar algumas questões relativas ao direito de recesso de que trata o art. 264, §3º, da LSA.

É fato que a interpretação do dispositivo, por todas as razões expostas no relatório, é controversa e longe de ser pacífica. A interpretação literal do texto mostra claramente que o termo "controlada" poderia ter sido substituído por "incorporada" e não pairariam dúvidas sobre sua interpretação. No entanto, quando da inclusão do §4º deste artigo, o legislador optou por manter o termo controlada, o que não se pode presumir que tenha sido sem propósito.

Também não haveria que se falar que o termo é decorrente do §4º se referir também à fusão de companhias, operação na qual não faria sentido o termo incorporada. Isto porque um simples ajuste na redação do §4º poderia ter indicado o destinatário do recesso previsto no §3º no caso de fusões, sem a necessidade de fazer constar o termo controlada no texto.

Por outro lado, partindo à interpretação sistemática do dispositivo, nas outras hipóteses previstas em Lei do direito de recesso, é expressamente previsto, com pequenos ajustes de redação entre as hipóteses, que "*os acionistas dissidentes... terão direito de retirar-se da Companhia*", enquanto o §3º do art. 264 estabelece que, se as relações de substituição forem menos vantajosas, "*os acionistas dissidentes... poderão optar... entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o caput ...*", o que é um forte argumento de que este recesso é o mesmo previsto no art. 137 (que confere o recesso aos acionistas da incorporada) com uma opção adicional com relação ao valor de reembolso.

Nota-se que esses dois tipos de interpretação não se coadunam, o que reforça o entendimento de que a questão é controversa. Cabe ressaltar, nesse sentido, que a operação de incorporação reversa tradicional é aquela realizada com o objetivo principal de auferir benefício fiscal com o ágio gerado na aquisição do controle da companhia incorporadora, o que poderia explicar eventual falta de preocupação na inclusão do §4º com operações como a presente e ter gerado esse aparente impasse.

Ao se analisar a finalidade do dispositivo (interpretação teleológica), verifica-se que o art. 264 é um regime especial, que visa assegurar a equitatividade da operação em que o acionista controlador decide nas duas pontas. Portanto, tem por objetivo proteger a minoria cujos interesses não seriam os mesmos do acionista controlador e, em razão disso, estariam mais expostos a eventual falta de comutatividade na operação.

Olhando por esse prisma, na presente operação, essa finalidade, a princípio, se frustraria ao não ser conferido o direito de recesso aos acionistas de BRT, uma vez que esses acionistas tiveram suas relações de substituição com base nos laudos a mercado mais vantajosas do que as adotadas na operação e estão no interesse oposto ao dos controladores, uma vez que a participação dos controladores está concentrada, direta e indiretamente, nas sociedades controladoras (TNL e TMAR), que serão incorporadas por BRT.

Não obstante, em que pese essas questões, há que se ressaltar que:

- a. o recesso não deve ser entendido como um meio de obter ganhos que excedem o valor de mercado da ação, mas sim uma forma de se retirar da Companhia nos casos em que o papel não apresente liquidez e dispersão;
- b. embora as ações ordinárias de BRT não atendam aos critérios de liquidez e dispersão estabelecidos na LSA, o papel conta com volume razoável de negócios diários (em média cerca de R\$ 1,2 milhão por dia com 164 negócios – antes do fato relevante de 24.05.11 e sem considerar os ADR's);
- c. conforme as operações pretéritas, os participantes do mercado interpretam que o direito de recesso previsto no §3º do art. 264 deve ser conferido aos acionistas da incorporada; e
- d. não se tem notícia de que, em alguma operação passada, esta Autarquia tenha manifestado o entendimento de que o recesso deveria ser conferido aos acionistas da companhia controlada, sendo essa a incorporadora.

Sendo assim, tal como proposto no mencionado relatório, sugiro o envio de ofício aos reclamantes, com cópia para a Companhia, nos termos da minuta às fls. 268/269.

Atenciosamente,

MARCO ANTONIO PAPER A MONTEIRO

Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

Em exercício

De Acordo,

À GEA-4

FERNANDO SOARES VIEIRA

Superintendente de Relações com Empresas