

Trata-se de reclamação protocolizada por Elie Lebbos ("Reclamante"), em 14.11.11, na qualidade de acionista da Telemar Norte Leste S.A. ("TMAR" ou "Companhia"), questionando, no âmbito da reorganização societária envolvendo a Companhia e as demais empresas do Grupo Oi ("Reorganização Societária"), os eventuais impactos ao direito de recesso dos detentores de ações de emissão da TMAR no caso de tais ações terem sido objeto de operações de empréstimo de ações.

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 **24.05.11**, a Companhia divulgou Fato Relevante, trazendo informações sobre a Reorganização Societária. Dentre as etapas desta reorganização, inclui-se a incorporação das ações da TMAR pela sua subsidiária integral Coari Participações S.A. ("Coari") (fls.07/08v).
4. Ainda no citado Fato Relevante, foi informado que 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 Companhia. Adicionalmente, foi comunicado que "*nos termos do art. 137, §1º da Lei das S.A., os acionistas dissidentes terão direito de retirada, o qual será exercível em relação às ações de que sejam titulares ininterruptamente desde o encerramento do pregão do dia 23 de maio de 2011 até a data do efetivo exercício do direito de retirada. As ações adquiridas a partir do dia 24 de maio de 2011 não conferirão ao seu titular direito de retirada com relação à Reorganização Societária*".
5. Em **10.11.11**, foi publicada, no jornal Valor Econômico, matéria com o título "Dúvida sobre aluguel puxa ação da Oi". Em resumo, a reportagem indicava que o mercado estaria confuso sobre quem teria direito ao recesso, quando as ações fossem objeto de contrato de empréstimo (fls. 09/09v).
6. Em **11.11.11**, a BM&FBovespa enviou à Companhia e às demais companhias envolvidas na Reorganização Societária o Ofício GAE 2392/11, solicitando esclarecimentos sobre "as condições relativas ao exercício do direito de retirada no caso de acionistas que realizaram ou pretendem realizar operações de empréstimos de ações por meio do Serviço de Empréstimo de Ativos – BTC – administrado pela BM&FBovespa" (fl. 10).
7. Em **14.11.11**, a TMAR divulgou Comunicado ao Mercado em resposta ao supracitado Ofício, no qual informou que (fls. 11/11v):
- "... caso a titularidade de ações detidas em 23 de maio de 2011 tenha sido transferida, inclusive em virtude de contrato de mútuo de ações ("aluguel de ações"), o acionista não poderá exercer o direito ao reembolso com relação às ações mutuadas, uma vez que, na forma da lei, o mútuo acarreta a efetiva transferência da titularidade das ações do mutuante ao mutuário"; e
  - "do mesmo modo, os acionistas que no encerramento do pregão de 23 de maio de 2011 fossem titulares de ações por força de contratos de mútuo vigentes naquela data, e mantenham a titularidade destas ações até o momento do exercício do direito de recesso, poderão exercê-lo, na forma da lei".
8. No mesmo dia **14.11.11**, o Sr. Elie Lebbos protocolou na CVM a presente reclamação, nos seguintes principais termos (fl. 01):
- "Sou acionista da Telemar Norte Leste S.A. (TMAR 5). A mesma está em processo de reestruturação conforme é de conhecimento da CVM. De acordo com o fato relevante divulgado anteriormente, o acionista da empresa até 23/05/2011 tem o direito se quiser de exercer o direito de dissidência em relação a esta reestruturação, situação na qual me enquadro. Ocorre que hoje a Empresa divulgou comunicado ao mercado, querendo excluir quem alugou as ações no período posterior à data de 23/05/2011.*
- Por outro lado, alugar não é vender, pois a propriedade com todos direitos inerentes a ela continua na titularidade do acionista. Inclusive assim é que a Bovespa e as corretoras sempre informam aos acionistas. É certo este procedimento da Telemar?"*
9. Em **23.11.11**, a Companhia divulgou Fato Relevante informando o valor econômico por ação ordinária e preferencial da TMAR, de R\$74,39, calculado para fins de recesso na incorporação de ações em questão (fl. 12).

## II. ANÁLISE

10. A presente análise visa responder o questionamento efetuado pelo Reclamante a respeito de como e se o direito de retirada detido pelos acionistas da TMAR, no âmbito da Reorganização Societária, seria afetado por operações de empréstimo envolvendo as ações por estes detidas.
11. Especificamente, a questão em análise pode ser dividida em duas:
- para as ações da TMAR que eram objeto de contrato de empréstimo de ações na "data de referência" (que, no caso, é o dia 23.05.11, dia anterior à divulgação do Fato Relevante que tratou da Reorganização Societária), o direito de recesso seria detido pelo proprietário original (doador) ou pelo tomador das ações (supondo que desde tal data, até a assembleia que irá deliberar sobre a incorporação das ações da TMAR pela Coari, as ações continuaram detidas pelo mesmo titular)?; e
  - perderia o direito de recesso aquele titular das ações da TMAR que doasse suas ações, no âmbito de um contrato de empréstimo de ações, entre a data de referência e a data da assembleia que irá deliberar sobre a citada incorporação de ações?
12. Para analisar as questões acima, primeiramente mostra-se necessário verificar a natureza jurídica do empréstimo de ações, a fim de identificar os dispositivos legais e normativos que disciplinam tal contrato.

## II.1. Natureza do Empréstimo de Ações

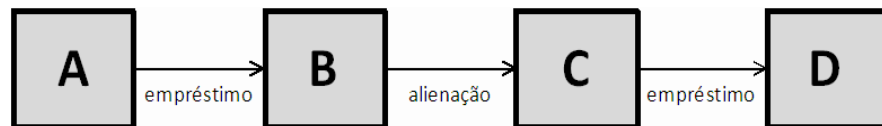
13. Da leitura do material disponível no *website* da BM&FBovespa sobre o Banco de Títulos – BTC (fls. 13/17v), bem como dos Procedimentos Operacionais da CBLIC (fls. 18/21), observa-se que, em um contrato de empréstimo de ações, o tomador do empréstimo poderá aliená-las a terceiros, porém compromete-se a devolver ao doador do empréstimo títulos da mesma espécie, emissor e classe, findo o prazo do contrato.
14. Diante dessas características, pode-se concluir que o empréstimo de ações representa um contrato de mútuo, regido pelos artigos 586 a 592 do Código Civil.
15. O artigo 586, CC<sup>[1]</sup> dispõe que o mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis, que devem ser restituídas ao mutuante em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade. Já o artigo 587, CC<sup>[2]</sup> informa que, no mútuo, o domínio (propriedade) da coisa emprestada é transferido ao mutuário.
16. Por suas características, o empréstimo de ações não pode ser confundido com o contrato de locação de coisas (arts. 565 a 578, CC) ou com o comodato (arts. 579 a 585, CC). Na locação, é transferida coisa não fungível; já o comodato representa o empréstimo gratuito de coisas não fungíveis. Em ambas a propriedade da coisa não é transferida, mas apenas o seu uso e gozo, o que os diferencia do mútuo.
17. A transferência da propriedade da ação é de fundamental importância no empréstimo de ações, uma vez que um de seus principais objetivos (e utilização mais comum) é permitir ao tomador do empréstimo vender a ação sem possuí-la originalmente e sem precisar adquiri-la no mercado.
18. Apesar de não trazer menção expressa, a Instrução CVM nº 441/06 ("ICVM 441"), que dispõe sobre o empréstimo de valores mobiliários, reconhece que tal empréstimo representa um contrato de mútuo, ao se utilizar do termo "mutuantes" em alguns de seus artigos, como os arts. 9º e 10. Além disso, conforme consta no art. 4º, §1º, I, da referida Instrução, deve constar do regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários "o compromisso de o tomador liquidar o empréstimo mediante a entrega de valores mobiliários da mesma espécie e qualidade do valor mobiliário emprestado".
19. A SEP também já se manifestou expressamente nesse sentido, quando, no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº099/06, de 23.10.06 (Processo CVM Nº RJ/2006/7166 – Tele Norte Leste Participações S.A.), ao analisar a questão sobre quem deteria o direito de voto de uma ação objeto de empréstimo, constatou que "no serviço de empréstimo de títulos oferecido pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia - CBLIC, o tomador celebra um contrato de mútuo, tal qual previsto nos artigos 586 e 587 do Código Civil, assumindo a posição de proprietário das ações, ou seja, podendo destas livremente dispor, desde que as entregue, na mesma quantidade e qualidade, na data de vencimento do aluguel".
20. Cumpre observar que, apesar do empréstimo de ações representar um contrato de mútuo, ele possui regras adicionais, conforme previsto no art.4º, §1º, II da ICVM 441, que determina que o regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários deve incluir "o tratamento a ser conferido aos direitos inerentes aos valores mobiliários utilizados na operação de empréstimo".
21. Assim, apesar de ocorrer a transferência da propriedade da ação, do doador ao tomador do empréstimo, as regras e os contratos que regulam o empréstimo de ações prevêm que alguns dos direitos inerentes à ação continuem sendo, na prática, detidos pelo doador (proprietário original). Nesse sentido, vale transcrever trecho do material disponível no *website* da BM&FBovespa sobre o Banco de Títulos – BTC:

*"Ao se efetivar a transferência dos títulos mediante empréstimo, a companhia emissora deixa de ter o doador como seu acionista, já que este (temporariamente) não mais detém os títulos em sua carteira. Assim, **durante a vigência do contrato, o doador não tem mais o direito de algumas prerrogativas, como a participação em assembleias da companhia (evitando que uma determinada ação proporcione mais de um voto) e outros benefícios econômicos (por exemplo, juros e dividendos). Entretanto, a operação de empréstimo obrigará o tomador a pagamentos **equivalentes** de compensação ao doador a título de reembolso, já que a companhia emissora creditará o provento ao detentor dos títulos em data-base definida. A BM&FBovespa, por meio do BTC, é responsável por esse mecanismo de compensação, **garantindo ao doador do empréstimo o mesmo tratamento (em valores financeiros e datas de pagamento) que teria caso estivesse com seus ativos em carteira.**"*** (grifos nossos)
22. A presença dessas medidas, que buscam proporcionar ao doador usufruir os benefícios econômicos da ação mesmo sem detê-la, não descaracterizam o empréstimo de ações como sendo uma espécie de contrato de mútuo. Desta forma, o direito real da propriedade da ação efetivamente é transferido para o tomador, que, perante a companhia emissora, será o novo titular do valor mobiliário e beneficiário de todos os direitos advindos de sua titularidade. Entretanto, o tomador assume, contratualmente, a obrigação de efetuar ao doador pagamentos equivalentes aos benefícios recebidos.
23. Nesse sentido, o item 7 do Capítulo VI dos Procedimentos Operacionais da CBLIC (fls. 20/20v) trata dos ajustes devido a eventos de custódia, os quais "devem ser reembolsados pelo Investidor tomador ao Investidor doador de Ativos". Neste item, são descritos 4 tipos de eventos de custódia:
  - a. Item 7.1 – eventos de custódia em recursos financeiros (juros, dividendos, rendimentos etc.);
  - b. Item 7.2 – eventos de custódia em ativos (bonificação, grupamento, desdobramento etc.);
  - c. Item 7.3 – subscrição (aumentos de capital por subscrição privada); e
  - d. Item 7.4 – outros eventos.
24. Nos eventos de custódia em dinheiro, o tomador reembolsa o doador pelo provento recebido. Já nos eventos de custódia em ativos, a quantidade de ações do contrato de empréstimo é ajustada de acordo com o evento.
25. No caso de direitos de subscrição, o doador deve informar sua intenção de exercer a subscrição. Nesta hipótese, o tomador pode repassar ao doador o direito de subscrição ou, de posse dos recursos financeiros fornecidos pelo doador, comprar as ações no mercado e entregá-las ao doador (a diferença entre o preço de mercado da ação e o preço de emissão da subscrição é arcada pelo tomador).

26. O item 7.4 dos Procedimentos Operacionais da CBLIC traz provisões sobre direitos de prioridade em oferta pública (procedimento semelhante ao descrito acima para a subscrição) e, adicionalmente, dispõe que "o tratamento a ser conferido a qualquer outro Evento de Custódia não previsto neste Capítulo será definido pela CBLIC, com base no procedimento definido pelo Emissor do Ativo objeto do empréstimo".
27. Sobre este último dispositivo, a meu ver, outros eventos ou direitos relacionados às ações emprestadas, que não estejam discriminados nos contratos ou regulamentos que regem o empréstimo de ações, devem ser tratados levando em consideração sua natureza jurídica, e não exclusivamente o procedimento definido pela companhia emissora. A companhia (e a CBLIC) não pode se furtar de cumprir a lei ou prejudicar eventual direito de seus acionistas, criando procedimentos irregulares para o empréstimo de ações, sob a escusa de preencher lacunas regulamentares.
28. Por outro lado, as partes de um contrato de empréstimo de ações (que não envolve diretamente a companhia) não podem estabelecer cláusulas que tragam ônus ou obrigações para a companhia emissora, sem que essas obrigações já estejam previstas na legislação ou em seu estatuto social.
29. Foi com base na natureza do empréstimo de ações (contrato de mútuo) que a SEP manifestou seu entendimento sobre quem seria o detentor do direito de voto das ações emprestadas. Como as regras que regiam o empréstimo de ações não abordavam tal questão, a SEP concluiu, no já citado MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº099/06, que "na medida em que as ações sob aluguel conservam seus atributos originais, o tomador, durante a vigência do contrato, detém a condição de sócio da Companhia, podendo exercer direito de voto que a elas for inerente, salvo se o contrato entre as partes dispuser de forma diversa".
30. Desta forma, tendo em vista que não há previsão regulamentar que aborde o tratamento do direito de recesso no âmbito do empréstimo de ações, a resposta aos questionamentos efetuados pelo Reclamante deve basear-se também nas consequências práticas oriundas da natureza jurídica deste contrato.

### II.2. Direito de Recesso na Data de Referência (23.05.2011)

31. O primeiro questionamento a ser respondido relaciona-se à definição de quem (o doador ou o tomador) deteria o direito de recesso referente às ações da TMAR que eram objeto de contrato de empréstimo de ações em 23.05.11.
32. Como demonstrado anteriormente, sendo o empréstimo de ações um contrato de mútuo, onde a propriedade das ações é juridicamente transferida do doador ao tomador do empréstimo, este último torna-se o titular das ações.
33. Assim, perante a TMAR, são os tomadores os detentores das ações e, conseqüentemente, estes possuem os direitos econômicos e políticos relativos às ações detidas, incluindo o direito de recesso na incorporação de ações em questão.
34. Um entendimento diverso poderia resultar em uma situação inusitada. Por exemplo, é possível imaginar um cenário onde um acionista A, proprietário de uma ação emitida por companhia aberta, ingresse em um empréstimo de ações e doe sua ação ao investidor B. Este, por sua vez, vende (em caráter definitivo) a ação emprestada, no mercado, ao investidor C, que, em seguida, empresta sua ação ao investidor D. Na data de anúncio de uma operação societária na qual é previsto direito de recesso, os dois empréstimos de ações encontram-se em aberto. O esquema a seguir resume a situação hipotética:



35. Na situação descrita, teríamos, para apenas 1 ação, como "proprietários" (no sentido leigo da expressão), 2 investidores (A e C), sendo que B e D seriam tomadores em empréstimos de ações. Se o direito de retirada fosse outorgado aos "proprietários" A e C, criar-se-ia uma obrigação para a companhia de resgatar a mesma ação duas vezes (ou mais, se houvesse no exemplo outras operações de empréstimo em seqüência), em um fenômeno de multiplicação do direito de retirada, o que não faz sentido.
36. No entanto, considerando que a propriedade da ação é transferida do doador para o tomador em um contrato de empréstimo, e sendo o investidor D, na data de referência, o titular final da ação em questão e o acionista perante a companhia, é apenas D quem detém o direito de recesso no caso. Por óbvio, o investidor B, mesmo sendo tomador em contrato de empréstimo em aberto, não possui direito de retirada porque, ao vender a ação, deixou de ser seu titular.
37. Isto corrobora a afirmação de que em um contrato de empréstimos de ações, da qual a companhia emissora não é parte, não podem ser criadas obrigações que onerem à companhia. No caso do direito de recesso, o pagamento aos acionistas dissidentes é feito pela própria companhia, conforme previsão legal. Assim, contratos de empréstimos de ações, firmados entre terceiros, não têm o condão de criar obrigações para a companhia.
38. Como sugestão, poderia ser estabelecido nos regulamentos e contratos dos empréstimos de ações um procedimento semelhante ao adotado para os direitos de subscrição (vide parágrafo 25 retro): caso anunciado um evento societário no qual houvesse direito de retirada, poderia ser aventada a criação de uma obrigação do tomador perante o doador, em caráter pecuniário, equivalente ao direito de recesso. Tal solução, à semelhança dos direitos de subscrição, seria obtida via mercado e não às custas da companhia.

### II.3. Empréstimo de Ações Posterior à Data de Referência (23.05.11)

39. O parágrafo 1º do art. 137 da Lei nº 6.404/76 ("LSA") dispõe que:

*"§1º O acionista dissidente de deliberação da assembléia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembléia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior". (grifos nossos)*

40. Com base no dispositivo transcrito acima, a administração da TMAR informou que terão direito ao recesso apenas os titulares de ações da TMAR em 23.05.11 ("data de referência"), dia anterior ao Fato Relevante que anunciou a ocorrência da Reorganização Societária, que mantiverem ininterruptamente a titularidade das ações até a data do efetivo exercício do recesso.

41. A lógica por trás do citado dispositivo legal é a de que os acionistas que adquiriram ações da Companhia após a data de referência o fizeram cientes da ocorrência da Reorganização Societária. Desta forma, ao adquirirem voluntariamente novas ações, implicitamente já concordam com a operação (ou, pelo menos, estão cientes que esta vai ocorrer e que não serão reembolsados pela Companhia em caso de discordância).
42. Adicionalmente, 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.
43. Assim, aquele acionista que detinha ações na data de referência, caso aliene suas ações e posteriormente readquirir número igual de ações, antes da assembléia que delibere sobre a Reorganização Societária, também não terá direito de recesso, pois já conseguiria (e efetivamente conseguiu) deixar a Companhia, sem onerá-la (pois o recesso representa uma saída de caixa da Companhia).
44. A dúvida levantada não se refere à alienação, mas ao empréstimo de ações por um acionista que as detinha em 23.05.11, efetuado posteriormente a tal data. A transferência das ações via empréstimo prejudicaria seu direito de retirada?
45. Analisando a natureza jurídica do empréstimo de ações, entendo que o direito de recesso sairia prejudicado caso a ação fosse objeto de empréstimo posterior a 23.05.11. Como já visto anteriormente, tratando-se de uma espécie de mútuo, no empréstimo de ações o direito real de propriedade da ação é transferido do doador para o tomador, mesmo que temporariamente. Assim, perante a Companhia, o doador das ações deixa de ser o titular das mesmas.
46. Desta forma, juridicamente, não é possível afirmar que as ações objeto de empréstimo permaneceram ininterruptamente com o mesmo proprietário. Quando foram emprestadas ao tomador, este tornou-se o novo proprietário das ações, prejudicando o direito de recesso detido pelo doador.
47. Contra esse entendimento, poder-se-ia argumentar que a intenção daquele que emprestou suas ações não era se desfazer delas, mas apenas obter algum rendimento financeiro com as mesmas (atividade que, além de legal, teria o efeito positivo de trazer mais liquidez ao mercado e tornar a precificação de ativos mais eficiente, de acordo com a melhor literatura financeira).
48. Sob o ponto de vista do Direito, ainda poderia ser suscitada a seguinte observação, trazida pela doutrina:
- "Segundo Serpa Lopes, "a transferência da propriedade no mútuo não passa de um meio para consecução daquele fim particular, qual seja, o de concessão do gozo que se acolhe pelo uso do dinheiro ou de outras coisas fungíveis. Ao accipiens interessa então não o adquirir da propriedade em si e por si, mas tão-só o direito de gozo que lhe possa proporcionar essa aquisição e durante o tempo contratual" (Curso, p. 399).*
- Por isso, o contrato de mútuo não se configura como contrato de alienação, como a compra e venda e a doação, na medida em que a translação do domínio é apenas uma forma de realizar a finalidade do contrato de mútuo, que é o uso/consumo do bem mutuado".*
- (TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloiza Helena; BODIN DE MORAES, Maria Celina: *Código Civil Interpretado – Conforme a Constituição da República – Volume II*, Renovar, Rio de Janeiro, 2006 - pg. 310)
49. A despeito de tais argumentos, entendo que não se pode desconsiderar a transferência da propriedade das ações, ocasionada pelo empréstimo. Ainda que o objetivo dessa transferência de domínio seja diverso daquele obtido por meio da compra e venda e que não era intenção do doador deixar de ser titular de suas ações de modo definitivo, juridicamente houve tal transferência.
50. Não se pode confundir os diversos institutos legais. Assim o faz o Reclamante, quando afirma que " *alugar não é vender, pois a propriedade com todos direitos inerentes a ela continua na titularidade do acionista*". Como já visto, não é isso que ocorre: o empréstimo de ações não se trata de locação, mas de mútuo, e a propriedade não continua na titularidade do doador, mas é transferida para o tomador, que assume a responsabilidade contratual de ressarcir ao doador o equivalente dos proventos recebidos.
51. Em meu entender, diante da atual legislação, não se poderia fazer distinção entre os efeitos da transferência de propriedade, ocasionada pelo empréstimo de ações, para as diferentes situações analisadas. Como visto, definiu-se que o direito de voto, bem como o direito de recesso, são transferidos ao tomador enquanto o empréstimo encontra-se em aberto. Assim, não seria coerente dizer que a transferência da propriedade pelo empréstimo não surtiria efeitos em relação ao recesso, caso ocorresse posteriormente ao anúncio do fato relevante.
52. Para que isto se desse (desconsideração dos efeitos da transferência de domínio no empréstimo de ações, apenas para fins de determinação da titularidade do direito de recesso), acredito que deveria haver previsão legal, com força de excepcionar os dispositivos legais que tratam do mútuo.
53. Conforme afirma o Reclamante, entendo que há uma falha de comunicação entre os prestadores dos serviços de empréstimo de ações (as corretoras) e o público em geral. Entendo que a natureza do empréstimo de ações (que envolve a perda, ainda que temporária, da titularidade das ações) e, principalmente, suas implicações práticas e riscos envolvidos, deveriam ser transmitidos corretamente e de forma transparente aos investidores.
54. O acionista que deu suas ações em empréstimo não havia sido surpreendido pelo anúncio da Reorganização Societária; o desconhecimento era específico em relação à perda do recesso caso ingressasse em empréstimo de ações. Tal desconhecimento poderia ser combatido com uma maior transparência sobre as regras deste instituto.
55. O entendimento pela perda do recesso, na situação aqui tratada, pode ocasionar um prejuízo na liquidez do mercado, com menos investidores dispostos a emprestarem suas ações, cientes da conseqüente perda do direito de retirada que tal empréstimo acarretará. Entretanto, o simples anúncio de operação que proporcione o direito de recesso, quando este se mostre potencialmente atrativo, já tem o condão de afetar a liquidez do mercado, pois os investidores deixarão de alienar suas ações, para poderem exercer seus direitos de retirada.
56. Verifica-se tal efeito no presente caso. O estatuto social da TMAR prevê o direito de retirada a valor econômico

(potencialmente mais favorável que o valor patrimonial) que, conforme calculado, resultou em um valor por ação consideravelmente superior à cotação em bolsa (o valor econômico por ação de R\$ 74,39 é superior as cotações médias, em novembro de 2011, de R\$ 54,27 e R\$ 48,53 para as ações ordinárias e preferenciais de TMAR, respectivamente).

57. Esta perspectiva de um direito de recesso economicamente atrativo afetou a liquidez das ações preferenciais de TMAR (as ações ordinárias possuem liquidez muito baixa), conforme observa-se na tabela abaixo (elaborada com base em dados do sistema Economatica):

#### Média de Negócios (TMAR5)

		<u>Antes 24.05.11</u>	<u>Após 24.05.11</u>	<u>Varição</u>
30 pregões	Quantidade de negócios	563	343	-39%
	Volume diário negociado (R\$)	7.488.933	4.992.295	-33%
60 pregões	Quantidade de negócios	568	396	-30%
	Volume diário negociado	8.609.878	4.236.407	-51%
90 pregões	Quantidade de negócios	536	405	-24%
	Volume diário negociado	7.742.809	3.980.836	-49%

### III. CONCLUSÃO

58. Diante do exposto, conforme enunciado nos parágrafos 33 e 45 retro, concluo que:

- a. nos contratos de empréstimos de ações em aberto no dia 23.05.11, são os tomadores das ações, e não os doares, os possuidores do direito de retirada, na incorporação das ações de emissão de Telemar Norte Leste S.A. pela Coari Participações S.A., desde que mantenham sua posição de titulares das ações até a deliberação assemblear; e
- b. os detentores de ações de emissão da Telemar Norte Leste S.A. que efetuaram o empréstimo de suas ações em data posterior a 23.05.11 tiveram prejudicado seu direito de retirada, no âmbito da referida incorporação de ações.

59. Todavia, em função do caráter eminentemente jurídico das questões aqui tratadas, as quais, extrapolando o Direito Societário, são abrangidas pelo Direito Civil, sugiro que, antes de comunicar o posicionamento ora adotado à Companhia e ao Reclamante, seja ouvida a PFE-CVM a respeito, ressaltando que a incorporação de ações em questão está na iminência de ocorrer.

Atenciosamente,

Dov Rawet

Analista GEA-4

[1] Art. 586. O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.

[2] Art. 587. Este empréstimo transfere o domínio da coisa emprestada ao mutuário, por cuja conta correm todos os riscos dela desde a tradição.