

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2009/1956**(Reg. Col. nº 6360/2009)****Interessado:** Telco S.p.A.

Assunto: Recurso contra decisão do Superintendente de Registro de Valores Mobiliários que determinou a realização de oferta pública de aquisição de ações de emissão da TIM Participações S.A. como requisito para a alienação indireta do controle.

Declaração de Voto

Gostaria de tratar, na presente declaração de voto, de duas ordens de questões. Neste sentido, pretendo tanto deixar registradas algumas posições sobre pontos discutidos no presente caso, quanto apresentar a minha decisão e os seus fundamentos.

Dada essa premissa, tratarei, nos itens 1 e 2 abaixo, da questão da legislação aplicável para a caracterização da transferência do poder de controle; e da questão da definição de poder de controle, para os fins dos artigos 116 e 254-A da Lei n. 6.404/76, e, conseqüentemente, da eventual possibilidade de reconhecimento de controle minoritário em cada uma das hipóteses (e da possibilidade de sua transferência a terceiros). Na seqüência, pretendo efetuar uma breve análise do caso concreto, apresentando a minha posição sobre ele.

1. Da legislação aplicável

Uma das questões que se apresentaram, desde o primeiro momento, como essenciais para o deslinde do presente caso é a da definição da lei pela qual se deve definir se a Olimpia S.p.A. ("Olimpia") era ou não controladora da Telecom Italia S.p.A. ("Telecom Italia"), conseqüentemente, se houve transferência de poder de controle quando da aquisição daquela primeira sociedade pela Telco S.p.A. ("Telco").

Registro, neste ponto, que acompanho, inclusive no que tange aos argumentos adotados, a posição defendida pelo Diretor Relator do presente caso: isso porque entendo que o debate realizado nos autos estava deslocado. Com efeito, parece-me claro que a identificação do controlador da Olimpia deve partir da lei que rege tal sociedade. Não obstante, não é disso que se está aqui tratando: o ponto, na presente discussão, é se houve, para os efeitos do art. 254-A da Lei n. 6.404/76, alienação do poder de controle indireto da TIM Participações S.A. ("TIM Participações"). É de controle de sociedade brasileira (da TIM Participações) que se está tratando. Para mim, esta mudança de enfoque é significativa e torna a aplicação da lei brasileira para a caracterização de controle e de aquisição de controle, um imperativo lógico.

Naturalmente, há casos em que a aplicação da regra se mostrará mais dificultosa, em que talvez não haja como fugir a conceitos e a referências provenientes de outros sistemas jurídicos. Porém, creio que entender de outra maneira seria, ao cabo, negar vigência ao dispositivo legal brasileiro. E tanto as peças acostadas aos autos pelas partes, quanto o voto do Diretor Relator apontam para a anômala situação que daí decorreria: e se, no país de origem da sociedade controladora, inexistente poder de controle ou ele apenas é reconhecido a partir de patamares muito distintos daqueles adotados no Brasil?

Por este motivo, acompanho, neste ponto, o voto do Diretor Relator.

2. Da definição de poder de controle na legislação acionária – arts. 116 e 254-A – e da possibilidade de controle minoritário

O segundo ponto que me parece essencial tratar diz respeito à definição de poder de controle a ser adotada. Filio-me, ainda que parcialmente, à posição sustentada, nos autos, por parecer da lavra de Nelson Laks Eizirik, de que há que se diferenciar, ao menos *ab initio*, aquilo que dispõe o art. 116 do regime criado pelo art. 254-A da Lei n. 6.404/76.

Tal posição, frise-se, já foi adotada em outros casos pelo Colegiado da CVM – refiro-me, em especial, ao Proc. N. RJ 2005/4069 (em que se seguiu o voto do Diretor Relator, Pedro Marcílio de Oliva Dutra) e ao Proc. RJ N. 2008/4156 (em que a maioria acompanhou o voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto).

Com efeito, ao definir acionista controlador como a pessoa ou grupo de pessoas que "*é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia*" (alínea "a") e que "*usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia*" (alínea "b"), o art. 116 da lei acionária dá uma definição eminentemente instrumental, destinada a (i) definir um conteúdo mínimo de obrigações para tal pessoa ou grupo de pessoas (o que se faz, em especial, no parágrafo único do mesmo artigo) e (ii) estabelecer um conjunto de responsabilidades para estes (em especial no art. 117).

Essa instrumentalidade fica evidente quando a própria Exposição Justificativa do Projeto de Lei que deu origem à Lei n. 6.404/76 esclarece que "*O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua*"(1).

Em suma, ao definir acionista controlador, o art. 116 da Lei das S.A. criou, fundamentalmente, um centro de imputação de direitos e deveres, permitindo a responsabilização daquele que abusa de sua posição dominante. Para fazê-lo com maior eficiência – e como desde sempre vem reconhecendo a doutrina – a lei adotou uma definição suficientemente ampla de acionista controlador, a fim de abranger não apenas os controles totalitário e majoritário, mas também o controle minoritário.

Já quando se está tratando do regime da alienação do poder de controle, no art. 254-A da mesma Lei, se está regulando um outro tipo de realidade, com outras finalidades. Assim, o que se procurou, aqui, foi proteger o acionariado disperso a partir da criação de um instrumento próprio, que outorga, a este, a possibilidade de retirada

em caso de mudança das condições sob as quais ingressou no quadro social (e que poderiam ficar prejudicadas em caso de alienação de controle).

Como asseverou o Diretor Pedro Marcílio no caso da Companhia Brasileira de Distribuição, acima referido, o art. 254-A "... pretende conferir a possibilidade de uma 'compensação' à quebra de estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada". Para tal, de acordo com o Relator, não mais se adota, pura e simplesmente, a terminologia do art. 116, mas sim uma distinta, falando-se em "*alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta*".

Naturalmente, em diversos casos o art. 116 pode servir de suporte para a aplicação do regime criado pelo art. 254-A. Porém, entendo que a sua adoção pura e simples tende a gerar significativas distorções. Isso porque a definição contida naquele primeiro artigo, justamente por se destinar a uma finalidade própria, tem uma abrangência que talvez seja inconcebível quando se está falando de alienação de controle.

A maior parte dos possíveis questionamentos, neste ponto, diz respeito à possibilidade de alienação, para os efeitos do art. 254-A, do poder de controle minoritário ou de fato. Na verdade, tal possibilidade traria um necessário dilema lógico: como combinar a detenção de uma participação minoritária com aquela detenção, "*de modo permanente*", do poder de definir o conteúdo das deliberações sociais e de eleger a maioria dos administradores? Trata-se de um dilema – ou melhor, de uma dificuldade – recorrente quando se fala em poder de controle minoritário(2).

Não gostaria aqui de, no mesmo diapasão da declaração de voto apresentada pelo Diretor Eli Loria no presente caso, afastar de pronto qualquer possibilidade de negócio jurídico que transfira poder de controle minoritário e que, com isso, possa vir a ensejar a aplicação do art. 254-A da lei acionária.

A bem da verdade, creio que tal possibilidade não é de todo inconsistente com o regime do citado art. 254-A, mesmo porque, ainda na vigência do art. 254 original (que, revogado pela Lei n. 9.457/97, foi o embrião do atual art. 254-A, incluído pela Lei n. 10.303/01), a Resolução CMN n. 401/76, que regulamentava aquele dispositivo, já tratava expressamente do controle minoritário.

Neste sentido, a referida Resolução dispunha, em seu inciso IV, que "*Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que assegurem a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia*". Naturalmente, a mera existência de dispositivo, em norma revogada, não permite maiores exercícios de hermenêutica.

Ainda assim, porém, ela sinaliza que, muito provavelmente, a possibilidade de alienação de controle minoritário para os fins do art. 254-A não é descabida. A análise deve realizar-se caso a caso – nesta linha, aliás, é extremamente sintomático que o regime anteriormente vigente tenha remetido a determinados fatos bastante concretos ("*as três últimas Assembléias Gerais da companhia*"), de modo a afastar, do controle minoritário, justamente aquela fugacidade, aquela instabilidade, que usualmente o caracteriza.

É claro que, sem balizadores objetivos (e em certa medida arbitrários) como aqueles, torna-se muito mais difícil identificar o controle minoritário e, ao mesmo tempo, outorgar aos agentes de mercado a segurança necessária. Ainda assim, parece-me importante não negar *a priori* tal possibilidade.

Uma vez feitos os registros acima, cumpre passar às considerações sobre o ocorrido no presente caso.

3. Do caso concreto

Em uma apertada síntese, neste caso se está lidando com a venda, pela Pirelli S.p.A, pela Sintonia S.p.A e pela Sintonia S.A., da totalidade das ações representativas do capital da Olimpia para a Telco. Na ocasião, a Olimpia (posteriormente incorporada pela Telco) detinha o equivalente a 17,99% das ações de emissão da Telecom Italia, que é controladora da Telecom Italia International NV. Esta última detém a totalidade do capital da TIM Brasil S.A., que, por sua vez, controla a TIM Participações. A oferta pública do art. 254-A é postulada em razão da alienação do controle minoritário da Telecom Italia, que, como se viu, controla indiretamente a Tim Participações.

O fato, porém, é que a aquisição, por si só, de 100% do capital da Olimpia não me parece hábil a fazer, da Telco, controladora indireta da Telecom Italia. Com a participação detida exclusivamente pela Olimpia, ainda em 16/04/2007, esta obteve 49,94% dos votos válidos em assembléia da Telecom Italia. Observe-se que, ainda que se tratasse de participação significativa no quadro de acionistas presentes, ela não correspondia a 50% do todo. Entendo que, mesmo levando em conta o resultado das deliberações assembleares da Telecom Italia e a sua consistência temporal (ou seja, mesmo levando em conta as deliberações pregressas), não é de todo evidente a situação de controle, desde o início, pela Olimpia.

Isso, inclusive, porque à aquisição do capital da Olimpia se seguiram outras operações, por intermédio das quais a posição detida pela Telco foi, a pouco e pouco, reforçada – seja a partir do aporte de ações da Telecom Italia no capital da Telco, por novos acionistas, seja a partir de aquisições realizadas em mercado. Com isso, em 20.03.2008, a Telco já detinha 24,5% do capital da Telecom Italia. Em razão desta nova posição, na assembléia de 14/04/2008, sua participação correspondia a 62,06% dos acionistas presentes.

Para mim, tal quadro, se não demonstra o processo de constituição progressiva de um bloco de controle (e não creio ser necessário ingressar nesta seara, uma vez que tal controle não seria hábil a ensejar oferta pública), reitera que a posição detida pela Olimpia provavelmente não se revestia da estabilidade, da permanência, necessárias para a caracterização de controle. Tal interpretação é reforçada, aliás, pela manifestação da CONSOB acostada aos autos(3).

Parece-me que não há como reconhecer, de forma inequívoca, que a alienação da totalidade das ações da Olimpia para a Telco asseguraria a esta a detenção direitos hábeis a lhe garantir, de modo permanente, a posição de controladora indireta da Telecom Italia e, consequentemente, da TIM Participações. Neste último ponto, aliás, tal

reconhecimento seria ainda mais dificultoso dada a posição da TIM Participações na cadeia de sociedades acima descrita.

Diante do exposto, voto pelo deferimento do recurso e pela desnecessidade de realização da OPA a que se refere o art.254-A da lei societária.

Rio de Janeiro, 15 de julho de 2009.

Otávio Yazbek
Diretor

(1) In Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, A Lei das S.A. (Pressupostos, Aplicação, Elaboração), Renovar, 1997, p. 238.

(2) Neste sentido, Claude Champaud, em seu sempre citado *Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions*, Sirey, 1962, p. 117, fala que as condições de seu exercício conferem "*grande instabilité potentielle au contrôle minoritaire*".

(3) E, ante o exposto no item 1 acima, destaco que esta referência destina-se apenas a reforço da interpretação ora adotada. Não se pode, com efeito, ignorar a interpretação da CONSOB sobre os fatos, ainda que ela não seja determinante para a aplicação do direito *in casu*.