

**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

**Diretor-relator:** Eliseu Martins

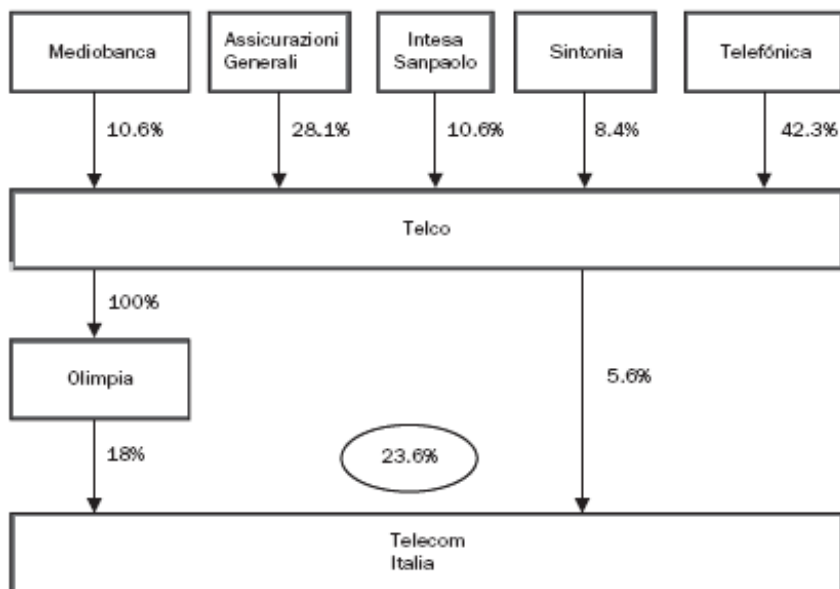
## Relatório

### Sumário

1. Trata-se de recurso apresentado pela Telco S.p.A. ("[Telco](#)") contra decisão do Superintendente de Registro de Valores Mobiliários ("[SRE](#)"), nos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/14344, que concluiu pela obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição ("[OPA](#)") de ações de emissão da TIM Participações S.A. ("[TIM Participações](#)" ou "[Companhia](#)") pela Telco, como requisito para a alienação indireta do controle da Companhia, nos termos do art. 254-A<sup>(2)</sup> da Lei nº 6.404/1976 ("[LSA](#)").
2. O Processo Administrativo CVM nº RJ2007/14344 teve origem em requerimento protocolado nesta autarquia (fls. 01-12 [\(3\)](#)), em 03.12.2007, por JGP Hedge Fundo de Investimento Multimercado, Gávea Brasil Fundo de Investimento Multimercado, Hedging-Griffo Verde Equity Master Fundo de Investimento Multimercado, HG Verde Master Fundo de Investimento Multimercado, HG Top Fundo de Investimento Multimercado, HG Top 30 – Fundo de Investimento Financeiro, HG Star Fundo de Investimento Multimercado e HG Carteira Administrada Real Fundo de Investimento Financeiro ("[Fundos de Investimento](#)" ou "[Requerentes](#)"), acionistas da TIM Participações.
3. A TIM Participações é companhia aberta com sede no Brasil, titular de 100% das ações de emissão da TIM Celular S.A. e da TIM Nordeste S.A. O controle direto da TIM Participações é exercido pela TIM Brasil Serviços e Participações S.A. ("[TIM Brasil](#)"), titular de ações ordinárias que representam 81,24% do seu capital votante. O capital da TIM Brasil é integralmente detido pela Telecom Italia International NV, sociedade holandesa que, por sua vez, é subsidiária integral da Telecom Italia S.p.A., companhia aberta italiana ("[Telecom Italia](#)").
4. Os Fundos de Investimento alegam que o controle de fato da Telecom Italia e, por consequência, o controle indireto da TIM Participações teria sido transferido de forma onerosa para a Telco em operação realizada na Itália em 2007 e, portanto, solicitaram que fosse determinada a realização, pela Telco, de OPA de ações ordinárias de emissão da TIM Participações.

#### **Descrição da Operação e Estrutura Societária [\(4\)](#)**

5. Até a implementação da operação abaixo descrita, a Olimpia S.p.A. ("[Olimpia](#)") era a principal titular de ações ordinárias da Telecom Italia, com participação equivalente a 17,99% do seu capital ordinário. O capital da Olimpia era dividido entre, de um lado, Pirelli & C. S.p.A. ("[Pirelli](#)"), titular de 80% do capital, e, de outro, Edizione Holding S.p.A. (substituída por Sintonia S.p.A.) e Edizione Finance International S.A. (cujo nome foi alterado para Sintonia S.A.), as quais eram titulares dos demais 20% do capital (em conjunto, "[Sintonia](#)").
6. Em 28.04.2007, Assicurazioni Generali S.p.A., Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A. e Telefónica S.A. ("[Telefónica](#)") celebraram (i) um *Co-Investment Agreement*, no qual acordaram sobre a sua participação na Telco, sociedade que seria utilizada como veículo para a compra de 100% do capital da Olimpia; e (ii) um Acordo de Acionistas referente à sua participação na Telco.
7. O *Co-Investment Agreement* e o Acordo de Acionistas previam que a Telefónica e a Telecom Italia seriam administradas de forma autônoma e independente. Contudo, as partes reconheceram que, sem prejuízo da independência e autonomia das suas administrações, o investimento na Telco implicava visão e perspectiva estratégicas. Assim, as partes se comprometeram a considerar quaisquer iniciativas estratégicas que as administrações da Telefónica e da Telecom Italia pudessem desenvolver em conjunto, na sua independência e autonomia.
8. Em 04.05.2007, o referido grupo de investidores celebrou contrato de compra e venda de ações com os acionistas da Olimpia (Pirelli e Sintonia), no qual acordaram sobre a compra da totalidade do capital da Olimpia. A compra foi aperfeiçoada em 25.10.2007, após a obtenção das aprovações cabíveis ("[Operação](#)").
9. No mesmo dia (25.10.2007), ações ordinárias da Telecom Italia equivalentes a 5,6% do capital votante foram contribuídas ao capital da Telco pela Mediobanca S.p.A. e pela Assicurazioni Generali S.p.A.
10. Como resultado da Operação e da contribuição ao capital acima indicada, a Telco passou a ser (i) diretamente titular de 100% do capital da Olimpia, que, por sua vez, tinha 17,99% do capital da Telecom Italia; e (ii) diretamente titular de 5,6% do capital da Telecom Italia, conforme quadro abaixo<sup>(5)</sup>:



11. Em 18.12.2007, a Olimpia foi incorporada pela Telco, passando a Telco a ser titular diretamente de participação equivalente a 23,59% do capital votante da Telecom Italia. Em 20.03.2008, a Telco adquiriu nova participação na Telecom Italia, tornando-se titular de 24,5% do capital.
12. O capital da Telco é dividido em ações Classe A (atualmente detidas por Assicurazioni Generali S.p.A. Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A. e Mediobanca S.p.A.) e Classe B (atualmente detidas pela Telefónica), as quais, em regra, conferem os mesmos direitos econômicos e administrativos aos seus titulares.
13. De acordo com o Estatuto Social e o Acordo de Acionistas da Telco, o Conselho de Administração da Companhia tem dez membros. Enquanto as participações societárias se mantiverem nas atuais proporções, os titulares de ações Classe A elegerão seis membros do Conselho de Administração, sendo que Assicurazioni Generali S.p.A. indicará dois desses seis membros, e Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A. e Mediobanca S.p.A. indicarão, cada uma, um membro. Todos os titulares de ações Classe A indicarão, por unanimidade, o Presidente do Conselho de Administração. A Telefónica S.A., titular das ações Classe B, elegerá 4 membros, dentre eles o Vice-Presidente.
14. O Estatuto Social da Telecom Italia estabelece que o Conselho de Administração da companhia é composto por não menos que sete e não mais que vinte e três membros, sendo que o número será determinado pela Assembleia.
15. A indicação dos membros do Conselho de Administração é feita pelo mecanismo de voto por lista. Quatro quintos dos conselheiros eleitos são escolhidos a partir da lista que receber o maior número de votos, seguindo-se a ordem de preferência nela indicada e ignorando-se as frações. Os demais conselheiros serão eleitos com base no número de votos obtidos pelas outras listas e o número de assentos a serem preenchidos. Os resultados podem variar conforme o número de votos representados pelos acionistas presentes, bem como o número de listas apresentadas.
16. O Acordo de Acionistas da Telco prevê que a lista dos conselheiros da Telecom Italia a ser indicada por aquela companhia deve ser aprovada pelo Conselho de Administração da Telco. Enquanto forem mantidas as atuais proporções de participação no capital social da Telco, a Telefónica indicará dois membros que constarão da referida lista e os titulares das ações Classe A indicarão os demais candidatos, sendo que três deles deverão ser aprovados de forma unânime pelos titulares das ações Classe A e os outros deverão ser indicados pelos detentores de ações Classe A respeitando-se a sua respectiva participação no capital social.
17. A tabela abaixo resume as participações dos acionistas nas últimas assembleias gerais da Telecom Italia:

Data da Assembleia	Total de acionistas com direito de voto presentes na assembleia	Participação da Olimpia / Telco com relação aos acionistas presentes	Observações
07.04.2005	38,67%	55,49%	Foram eleitos dois novos membros para compor o Conselho de Administração, que passou a ser composto por 21 membros. A eleição dos novos membros não seguiu o mecanismo de voto por lista, em razão de decorrer de reestruturação societária realizada pela companhia.
13.04.2006	31,42%	57,25%	O Conselho Fiscal foi eleito com 7 membros, dos quais 4 foram indicados na lista apresentada pela Olimpia. Foram eleitos dois novos membros para compor o Conselho de Administração, ambos indicados pela Olimpia, em substituição a conselheiros que apresentaram sua renúncia.

16.04.2007	36,03%	49,94%	A Operação ainda não havia sido divulgada ao mercado, mas já havia rumores de uma possível venda, pela Pirelli, de sua participação indireta na Telecom Italia. Foram eleitos 19 conselheiros, dos quais 15 constavam da lista apresentada pela Olimpia.
14.04.2008	39,49%	62,06%	O percentual de 62,06% inclui não só as ações da Telco provenientes da Olimpia, mas também aquelas relativas à contribuição realizada ao capital da Telco por outros acionistas e ações adquiridas no mercado. As ações provenientes da Olimpia representariam 45,56% dos presentes. Foram eleitos 15 conselheiros, dos quais 12 constavam da lista apresentada pela Telco.
08.04.2009	39,80%	61,57%	O percentual de 61,57% inclui não só as ações da Telco provenientes da Olimpia, mas também aquelas relativas à contribuição realizada ao capital da Telco por outros acionistas e ações adquiridas no mercado. As ações provenientes da Olimpia representariam 45,20% dos presentes. Não houve eleição do Conselho de Administração. O Conselho Fiscal foi eleito com 9 membros, dos quais 5 foram indicados na lista apresentada pela Telco.

#### Apresentação da Operação à ANATEL

18. A Operação foi apresentada à Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL em 06.06.2007 (fls. 253-257 do Processo nº RJ2009/1956). Através do Ato nº 68.276, de 31.10.2007 (fls. 258-259 do Processo nº RJ2009/1956), a ANATEL anuiu "com a transferência de controle indireto da TELECOM ITÁLIA S.p.A.. (...)", condicionada à inserção de cláusulas nos instrumentos societários que contemplassem o seguinte:

"I. Vedação à TELEFÔNICA S.A., nas Assembleias Gerais de Acionistas, e aos membros indicados pela TELEFÔNICA S.A nos Conselhos de Administração, Diretoria ou órgão com atribuição equivalente, de participarem, votarem ou vetarem nas deliberações da TELCO S.p.A., da OLÍMPIA S.p.A., da TELECOM ITÁLIA S.p.A. ou de qualquer outra empresa controlada direta ou indiretamente pela TELECOM ITÁLIA S.p.A., matérias que tratem de assuntos relacionados à atuação dessas empresas na prestação de serviços de telecomunicações no mercado brasileiro;

Parágrafo único. A vedação tratada no inciso I deverá estar expressamente prevista em relação aos direitos das Ações Classe B, que são de propriedade exclusiva da TELEFÔNICA S.A.

II. Vedação de que a TELEFÔNICA S.A. indique membros para os Conselhos de Administração, Diretorias ou órgãos com atribuições equivalentes das empresas controladas direta ou indiretamente pela TELECOM ITÁLIA S.p.A., estabelecidas no Brasil, que atuam na prestação de serviços de telecomunicações no mercado brasileiro e de suas controladoras;

III. Proibição nas relações entre as empresas controladas pela TELEFÔNICA S.A. e TELECOM ITÁLIA S.p.A. que prestam serviços de telecomunicações no mercado brasileiro, quando estabelecidas em condições diversas daquelas previstas na regulamentação brasileira dos serviços de telecomunicações, quanto:

- a) a operações significativas, passivas ou ativas, de financiamento, sob qualquer forma;
- b) a prestação de garantia real, pessoal ou de qualquer espécie;
- c) a transferência de bens em condições, termos ou valores distintos dos praticados no mercado;
- d) a transferência de conhecimentos tecnológicos estratégicos;
- e) a prestação de serviço de telecomunicações ou correlatos em condições favorecidas ou privilegiadas;
- f) a acordo operacional que estipule condições favorecidas ou privilegiadas;
- g) ao uso comum de recursos, sejam eles materiais, tecnológicos ou humanos;
- h) a contratação em conjunto de bens ou serviços;
- i) a assinatura de instrumento jurídico tendo por objeto transferência de ações entre as prestadoras ou cessão de direito de preferência relativamente à transferência recíproca de ações;
- j) a adoção de marca ou de estratégia mercadológica ou publicitária comum.

IV. Manutenção, caso haja cisão da TELCO S.p.A., conforme previsto no item 1.2 ou item 11 (6) do Acordo de Acionistas desta, de todas as condicionantes impostas à TELEFÔNICA S.A. em relação à TELECOM ITÁLIA S.p.A., e suas controladas e controladoras, bem como as proibições nas relações entre as empresas controladas pela TELEFÔNICA S.A. e TELECOM ITÁLIA S.p.A. que prestam serviços de telecomunicações no mercado brasileiro.

V. Submissão, no caso de o Acordo de Acionista da TELCO S.p.A. perder a validade, bem como no caso da fusão entre a TELCO S.p.A. e a OLÍMPIA S.p.A., de um novo instrumento jurídico formal, contendo as mesmas restrições e proibições acima citadas, para aprovação prévia da Anatel.

VI. Vedação do exercício de controle, direto ou indireto, pela TELEFÔNICA S.A., sobre qualquer empresa do Grupo TIM no Brasil, nos moldes determinados pela regulamentação específica vigente neste País, ainda que a TELEFÔNICA S.A. faça valer a opção de compra em caso de retirada unilateral provocada por outra empresa acionista.

VII. Determinação aos elaboradores das pautas de reuniões dos Conselhos de Administração da TELCO S.p.A., da OLÍMPIA S.p.A., da TELECOM ITÁLIA S.p.A. e da TELECOM ITÁLIA INTERNATIONAL NV e aos seus respectivos presidentes para que separem os temas em

pautas diversas, sendo, (i) uma suscetível à participação da TELEFÔNICA S.A., por meio dos Conselheiros que indicar e (ii) outra não suscetível à participação dos Conselheiros, indicados pela TELEFÔNICA S.A. Nas reuniões não suscetíveis à participação de Conselheiros indicados pela TELEFÔNICA S.A., os temas abordados necessariamente deverão dizer respeito a matérias que tratem de assuntos relacionados à atuação das empresas controladas direta ou indiretamente pela TELECOM ITÁLIA S.p.A. na prestação de serviços de telecomunicações no mercado brasileiro e temas diretamente relacionados, sendo estes últimos, necessariamente, ligados aos principais em aspectos de estratégia concorrencial, tal como orçamentos para campanhas de marketing e planos de investimento em desenvolvimentos de produtos, ativos (lato sensu), instrumentos, tudo isto em síntese, voltado ao desenvolvimento das atividades relacionadas à atuação das empresas controladas direta ou indiretamente pela TELECOM ITÁLIA S.p.A. na prestação de serviços de telecomunicações no mercado brasileiro."

19. Adicionalmente, o Ato ANATEL nº 68.276/2007 determinou às empresas do Grupo TIM no Brasil (nomeadamente, no caso, a TIM Celular S.A. e TIM Nordeste S.A.) que (i) apresentassem à ANATEL, em até 30 dias após a publicação daquele Ato, dos instrumentos societários contemplando, inequivocamente, os condicionamentos estabelecidos, bem como as adequações decorrentes desses condicionamentos, sob pena da perda do efeito da anuência ora proposta; e (ii) encaminhassem, em até 30 dias contados da realização de reuniões dos Conselhos de Administração da Telco e da Olimpia, da Telecom Italia, ou de qualquer outra empresa controlada direta ou indiretamente pela Telecom Italia, cópia de pautas e atas das reuniões do Conselho de Administração (arts. 2º e 3º).
20. Em razão das condições impostas pela ANATEL, o Acordo de Acionistas e o Estatuto Social da Telco foram alterados para prever as restrições no Ato ANATEL nº 68.276/2007, conforme acima transcrito.

#### **Alegações apresentadas pelos Requerentes**

21. Os Requerentes alegam que, antes da Operação, a Olimpia, apesar de ter 17,99% do capital ordinário, exercia o controle de fato da Telecom Italia e que o controle indireto era detido pela Pirelli, titular de 80% do capital da Olimpia. De acordo com os Requerentes, o controle de fato poderia ser constatado a partir dos seguintes circunstâncias:
  - i. de acordo com o acordo de acionistas da Olimpia [\(7\)](#), a Pirelli elegeria oito dos dez membros do Conselho de Administração da Olimpia (cláusula 4.01). A Sintonia indicaria 1/5 dos membros dos Conselhos de Administração das sociedades estratégicas controladas que fossem eleitos por Olimpia (cláusulas 7.02 e 7.03). Os demais membros seriam indicados por Pirelli;
  - ii. no caso de impasses entre os acionistas da Olimpia que não fossem satisfatoriamente superados, a Sintonia deveria abster-se de votar. A Sintonia teria opção de vender à Pirelli suas ações na Olimpia (*put*), conjugada com a opção da Pirelli de comprar as ações da Sintonia na Olimpia (*call*) (cláusulas 9.01., 9.04., "b" e 9.05, "i" e "ii");
  - iii. no acordo de acionistas da Telecom Italia de 18.10.2006 (fls. 32-36), Pirelli, Sintonia, Olimpia, Assecurazioni Generali S.p.A e Mediobanca S.p.A., em conjunto titulares de ações que representavam 23,20% do capital de Telecom Italia, estabeleceram que (a) o acordo seria implementado por intermédio de um conselho, com número par de membros, dos quais Olimpia indicaria a metade (incluindo o Presidente) e a Assecurazioni Generali S.p.A e a Mediobanca S.p.A. indicariam, cada uma, um membro; e (b) deveriam votar nas assembleias gerais da Telecom Italia de acordo com a decisão unânime adotada pelo conselho, sendo que, na hipótese de não ser obtida decisão unânime, a parte dissidente poderia exercer livremente seu direito de voto (cláusula 5);
  - iv. quando divulgou, em outubro de 2001, a aquisição das ações de Olivetti (Telecom Italia) através da Olimpia, a Pirelli fez consignar que a Olimpia não tinha poder de controle na Olivetti e que, na opinião da Pirelli, um possível controle de fato deveria ser verificado com base nas assembleias gerais de acionistas da Olivetti em razão das mudanças então implementadas (fls.37-51). Nas últimas assembleias gerais de Telecom Italia, anteriores à alienação de ações feita à Telco, a Olimpia elegeu 4/5 dos membros do Conselho de Administração de Telecom Italia;
  - v. a ANATEL autorizou a transferência do controle indireto da TIM Participações decorrente da Operação (Análise nº 116/2007-GCAB, de 17.10.2007 – fls. 52-69);
  - vi. a legislação italiana apenas exige a realização de OPA quando há a aquisição de pelo menos 30% do capital de uma companhia aberta, o que não ocorreu no presente caso. Não obstante, o direito italiano reconhece a existência do controle de fato, que é configurado quando o acionista exerce influência sobre os negócios da companhia, elegendo a maioria dos seus administradores e determinando a sua atuação;
  - vii. na alienação das ações da Olimpia para a Telco, foi pago expressivo prêmio pela aquisição de controle (cerca de 41% sobre o valor de mercado).
22. Em nova petição apresentada em 21.01.2008 (fls. 149-170), os Requerentes procuraram reforçar os argumentos de que a Operação teria implicado transferência de controle indireto da TIM Participações para a Telco e, para tanto, apresentaram pareceres exarados pelo professor italiano Diego Corapi (fls. 184-198 – "[Parecer Corapi](#)") e pelo professor Marcelo Trindade (fls. 200-233 – "[Parecer Trindade](#)").
23. Os Requerentes observam que o Parecer Trindade concluiu no sentido de que a lei italiana deve determinar se a Olimpia controlava a Telecom Italia e que, tendo o Parecer Corapi constatado que, sob a lei italiana, o controle realmente existia, a obrigatoriedade ou não dos adquirentes do controle da Olimpia de realizar a OPA por alienação indireta do controle da TIM Participações deve ser analisada sob a legislação brasileira.
24. De acordo com o Parecer Corapi:
  - i. o art. 2.359 do Código Civil Italiano define como sociedades controladas: (a) aquelas nas quais uma outra disponha da maioria dos votos presentes na assembleia geral ordinária (1º inciso, item 1); (b) aquelas nas quais uma outra seja titular de quantidade de votos suficientes para exercer uma influência dominante na assembleia geral ordinária (1º inciso, item 2); (c) aquelas que se encontram sob a influência dominante de outra em virtude de vínculos contratuais (1º inciso, item 3);
  - ii. o controle externo configura-se quando o poder de determinar a política empresarial e a gestão da sociedade controlada tenha origem em relações contratuais específicas que possam criar uma situação de dependência econômica (item 3). Há controle interno quando a influência dominante deriva da disponibilidade de participação acionária que possibilita à sociedade controladora o exercício do voto na assembleia geral ordinária da sociedade controlada (itens 1 e 2);
  - iii. o controle interno é definido como controle de direito quando a sociedade controladora dispõe da maioria dos votos presentes na assembleia geral ordinária. Por outro lado, existe controle de fato quando a sociedade controladora, ainda que não disponha da maioria dos votos presentes à assembleia, conta com a quantidade de votos que, exercidos no mesmo sentido, influem de modo decisivo nas

deliberações adotadas;

- iv. o controle interno deve ser objeto de verificação de tempos em tempos, à luz das circunstâncias do caso específico. É necessário que a situação fática tenha certa continuidade e estabilidade, e não se caracterize como meramente ocasional ou temporária. No controle interno, é suficiente que a sociedade controladora tenha a simples disponibilidade para votar na assembleia ordinária, não sendo necessária a titularidade formal da participação;
- v. com base na interpretação literal do art. 2.359, depreende-se como suficiente que o exercício da influência dominante (de direito ou de fato) seja meramente potencial, não sendo necessário seu exercício efetivo. A doutrina majoritária entende que o art. 2.359 não contempla a possibilidade de controle conjunto, pelo qual o exercício de influência dominante sobre determinada sociedade pressupõe pluralidade de sujeitos;
- vi. há uma clara distinção entre o controle disciplinado pelo art. 2.359 e aquele que obriga a apresentação de OPA da totalidade das ações negociadas em um mercado regulado. A Diretiva Comunitária 2004/25/CE estabelece que quando determinada pessoa adquire ações de emissão de companhia aberta que, somadas às ações que tal pessoa já possuía, conferem a ela, direta ou indiretamente, direito de voto em percentual tal que represente controle, tal pessoa fica obrigada a promover OPA da totalidade das ações em circulação. A Diretiva delegou aos Estados membros a determinação dos percentuais de direito de voto necessários para conferir o controle, e a Itália adotou o patamar de 30%;
- vii. a noção de controle societário está prevista em diversas leis especiais, mas a disciplina geral a esse respeito está contida exclusivamente no art. 2.359 do Código Civil Italiano. Todas as demais fontes legislativas fornecem noções que têm relevância para fins exclusivos de aplicação em hipóteses específicas dos respectivos setores. Por consequência, são exatamente os comandos daquele artigo que devem servir de guia para o direito internacional privado de outro ordenamento quando este precisar se acudir a respeito da noção de controle societário emanada da Lei italiana, como é o caso; e
- viii. conclui-se que a alienação de participação acionária passível de conferir o controle de fato de outra sociedade resulta na efetiva transferência do controle quando se fizerem presentes duas condições: (a) a alienação atribua ao adquirente a efetiva disponibilidade daquela quantidade de votos suficientes para exercer influência dominante na assembleia ordinária; e (b) permaneça uma situação de fracionamento das demais participações acionárias ou o absenteísmo dos sócios que faz com que seja possível o exercício da influência dominante por meio das ações adquiridas.

25. Segundo o Parecer Trindade:

- i. o art. 11(8) da Lei de Introdução ao Código Civil (Decreto-Lei nº 4.657/1942 – "LICC") estabelece, como regra geral, que as sociedades são regidas pelas leis sob as quais se constituírem;
  - ii. o controle de uma sociedade integra o conjunto de relações essenciais entre seus sócios. A questão de descobrir quem é o controlador de uma sociedade deve ser regida pela lei que regule a própria sociedade, pois a posição de acionista controlador integra o *status* de sócio conferido pela titularidade das ações da sociedade, e transforma o agente em órgão da companhia, no sentido de atribuir-lhe direitos, deveres e responsabilidades. No caso de Olimpia e de Telecom Italia, as leis da Itália é que devem a definir a situação jurídica de controle daquelas sociedades;
  - iii. quando enfrentou questão similar no caso Arcelor-Mittal (Processo CVM RJ 2006/6209 – "Precedente Arcelor-Mittal"), o Colegiado da CVM adotou o entendimento, manifestado no voto do Relator, Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, de que a lei que deve regular a verificação da ocorrência, ou não, de alienação de controle é a da constituição da sociedade.
- iv. a lei que regerá a verificação da obrigação de realizar a oferta no Brasil, e as eventuais consequências de sua não realização, será a brasileira, porque se trata de obrigação estatuída pela lei brasileira, e a ser cumprida no Brasil, como dispõe o art. 9º da LICC(9).
- v. a eficácia do negócio jurídico de alienação do controle de uma sociedade, do qual decorra a alienação indireta do controle de companhia aberta brasileira, dependerá da realização da OPA, antes do que ela não será autorizada pela CVM. Em se tratando de alienação indireta de controle, a ineficácia parcial não abrangerá a alienação de controle direto da sociedade controladora (nem tampouco, se houver, a alienação de controle de outras sociedades controladas indiretamente, que não sejam companhias abertas brasileiras). Mas a alienação indireta do controle da companhia aberta brasileira somente produzirá efeitos, segundo a LSA, após a realização da OPA;
  - vi. o adquirente do controle deve apresentar à CVM exposição justificada da "forma de cálculo do preço" a ser pago na OPA, como exigido pelo art. 29, §6º, da Instrução CVM 361/02, tendo a CVM competência para examinar a exposição apresentada;
- vii. duas consequências decorrem da omissão da Telco em reconhecer, perante a CVM, a necessidade do registro da OPA: (a) a alienação indireta do controle não produz efeitos, por falta de observância da obrigação de realizar a OPA, e a CVM pode declarar, a qualquer tempo, essa ineficácia, além de instaurar inquérito administrativo para a punição da Telco, na forma do art. 11 da Lei 6.385/76; e (b) com base no disposto no art. 120 da LSA(10), a assembleia geral de TIM Participações deve suspender os direitos de voto de TIM Brasil até que a OPA seja registrada e efetivada.

26. Os Requerentes observam, por fim, que, mesmo que se entenda ser desnecessário o exame da transferência de controle da Olimpia sob a ótica do direito italiano, há que se reconhecer que houve transferência do controle indireto da TIM Participações. Para o direito brasileiro, o que importa é determinar se, na cadeia de controle da TIM Participações, aquele que tinha o poder de comandar a companhia brasileira teria cedido esse poder de forma onerosa. Dessa forma, seria necessário analisar se a Pirelli, controladora da Olimpia, tinha o comando (ou poder de controle) da TIM Participações.

27. Como é incontroverso, ainda de acordo com os Requerentes, que o fato de que a Pirelli, por meio da Olimpia, elegeu seguidamente, por diversos anos, a maioria dos administradores da Telecom Italia e que esta, por meio de uma cadeia societária, tinha a maioria dos votos na assembleia da TIM Participações, elegendo a maioria de seus administradores, incontroverso é que, do ponto de vista da lei brasileira, a Pirelli era controladora da TIM Participações.

28. Os Requerentes reiteraram que a Telco pagou à Pirelli, quando da aquisição das ações da Olimpia, preço que embutiu um prêmio de 40% do valor de mercado, circunstância essa que demonstraria ter sido considerado, quando da aquisição, que o adquirente estava se tornando titular do poder de controle de toda a cadeia societária até então sob o comando da Pirelli.

### Manifestação da TIM Participações

29. Em 06.03.2008, a TIM Participações apresentou manifestação no processo (fls. 246-267), em que trata da aplicação do art. 120 da LSA ao caso, haja vista menção nesse sentido no Parecer Trindade, e da aplicação do art. 11 da LICC.
30. No que se refere à aplicação do art. 120 da LSA, a Companhia observa que o agente violador da norma deve ser acionista da companhia. A conduta violadora deve ser apreciada pela assembleia geral, que deverá, após provado o descumprimento, indicar a sanção proporcional e de natureza provisória a ser imposta ao acionista. A sanção não poderá atingir os direitos essenciais dos acionistas enumerados no art. 109 da LSA, e devem ser respeitados os princípios da personalidade, da proporcionalidade, da razoabilidade e temporariedade da sanção. Assim, no caso concreto, se for reconhecida a necessidade de realização de OPA e uma vez reconhecido o inadimplemento dessa obrigação, apenas a Telco (e não a TIM Brasil) poderia ser punida. A punição da TIM Brasil causaria sérios danos aos demais acionistas de outras companhias da cadeia societária, além de instabilidade à Companhia.
31. Adicionalmente, defende a Companhia que o art. 9º da LICC deve ser aplicado ao caso, em vez do art. 11 do mesmo diploma. Não há elementos de conexão a justificar a aplicação das regras conflituais de direito internacional privado ao caso, na medida em que a relação contratual estabelecida, com a alienação das ações da Olimpia, formou-se e executou-se na Itália entre partes italianas, sem qualquer elemento que internacionalizasse tal relação. Sendo a obrigação de realizar a OPA fixada por lei, deverá ser regida pela legislação referente à relação jurídica originária da obrigação legal, qual seja o contrato de compra e venda de ações da Olimpia. Logo, a legislação aplicável é a italiana, a qual não prevê a ocorrência de OPA em casos como o presente. Por fim, afirma que a CVM não tem competência para examinar a pretensa violação do direito estrangeiro com repercussão no Brasil.

### Esclarecimentos Consob

32. Em resposta a solicitação da CVM, a Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ("CONSOB") esclareceu, em expediente de 13.03.2008 (fls. 316-321), que a Olimpia não foi demandada a apresentar demonstrações financeiras consolidadas já que apenas tinha participação na Telecom Italia.
33. A CONSOB informou que em 2003 adotou alguns critérios gerais para identificar o controle de fato, os quais são resumidos abaixo [\(11\)](#):
- i. a participação necessária para o exercício de "influência dominante" varia dependendo do nível de dispersão do capital social e do "ativismo" dos acionistas minoritários, especialmente da sua participação nas assembleias de acionistas;
  - ii. a fim de verificar a existência do controle de fato, é necessário avaliar que o exercício de "influência dominante" não ocorre em bases ocasionais, em razão de eventos contingentes ou da prevalência em assembleia baseada em eventos fortuitos. É necessário que a influência ocorra em bases legais estáveis;
  - iii. a estabilidade deve ser verificada a partir da análise do comportamento dos acionistas em um número razoavelmente significativo de assembleias, não necessariamente após a aquisição pelo suposto controlador da parcela significativa do capital;
  - iv. as assembleias a serem levadas em consideração devem ser aquelas mais relevantes para vida da companhia (por exemplo, aprovação das demonstrações financeiras e nomeação de conselheiros);
  - v. o número médio de acionistas presentes também deve ser levado em consideração. Contudo, a análise das assembleias anteriores não ajuda na avaliação no caso de mudança significativa nas participações acionárias, tais como aquelas realizadas após eventos extraordinários, como reorganizações societárias;
  - vi. no caso de eventos societários extraordinários, deve ser considerado se houve mudança nas participações acionárias de mais de 2%, bem como no capital em circulação.
34. Sobre as assembleias gerais da Telecom Italia, a CONSOB esclareceu que:
- i. a Olimpia contou com a maioria dos votos (55,491%) presentes na Assembleia da Telecom Italia de aprovação das demonstrações financeiras de 07.04.2005. Contudo, considerando que em março de 2005 a Telecom Italia havia aprovado a incorporação da controlada Telecom Italia Mobile S.p.A., decidiu-se esperar até a conclusão da incorporação para avaliar se teria havido mudanças significativas no capital social. Essa avaliação foi realizada em 30.06.2005 e foi constatado que a Olimpia sofreu uma diluição de 21,80% para 18% e que as participações acima de 2% permaneceram substancialmente as mesmas;
  - ii. a assembleia para aprovação de contas do exercício encerrado em 31.12.2005 foi realizada em 13.04.2006. Apesar da redução da participação na Telecom Italia, a Olimpia ainda teve a maioria dos votos presentes (57,25%);
  - iii. os fatos acima pareciam suficientes para qualificar a Olimpia como controladora da Telecom Italia em abril de 2006, já que contou com direitos de voto suficientes para exercer influência dominante nas assembleias gerais ordinárias;
  - iv. contudo, na assembleia realizada em 16.04.2007, a Olimpia não teve a maioria de votos presentes. A lista de conselheiros proposta pela Olimpia foi aprovada por 3.763.826.451 votos (correspondente a 78,076% dos direitos de voto presentes e a 28,129% das ações ordinárias), contando com o suporte de outros acionistas relevantes (grupo Pirelli com 3,774% dos direitos de voto, grupo Generali com 11,274% dos direitos de voto, Brandes com 0,53%, Fondiaria Sai com 2,436% e Mediobanca S.p.A. com 4,279%). O novo Conselho de Administração, composto, no total, por dezenove membros, foi eleito com quinze membros indicados na lista da Olimpia (seis dos quais qualificados pelos presentes como independentes) e quatro membros (dois dos quais indicados pelos presentes como independentes) eleitos de listas apresentadas por dois outros acionistas. Na referida assembleia, a Olimpia teve 2.407.345.359 votos, equivalentes a 49,94% do total dos direitos de voto e 17,99% das ações ordinárias.
35. Pelo exposto, a CONSOB concluiu que a influência dominante em uma assembleia de acionistas poderia ser determinada com base em eventos meramente ocasionais, tal como a participação mais expressiva dos acionistas minoritários na assembleia. Esses eventos ocasionais podem

levar a uma caracterização de influência dominante facilmente refutada em assembleias posteriores. Alertou, por fim, que, para determinar se a participação da Telco na Telecom Italia configuraria um controle de fato, seria necessário aguardar até a assembleia de acionistas de aprovação das demonstrações financeiras do exercício findo em 31.12.2007.

#### **Manifestação GER-1**

36. No MEMO/SRE/GER-1/Nº 164/20087, de 17.07.2008 (fls. 286-297), a então Gerente de Registros-1 ("GER-1") conclui que "não sendo comprovada a premissa adotada nos pareceres apresentados pelos reclamantes de que a Olimpia exercia o controle de fato da Telecom Italia e não restando caracterizados demais indícios de controle, como a obrigatoriedade de realização de OPA ou a consolidação de balanços, não fica configurada a necessidade de realização de OPA por alienação de controle da Tim Participações".
37. A GER-1 observou que:
- parece assistir razão aos Reclamantes quanto à aplicação da lei italiana ao caso. Contudo, o Precedente Arcelor-Mittal não é de todo adequado, já que, naquele caso, havia incidência da OPA também na controladora européia;
  - o percentual de 30% que dispara a necessidade de formulação de OPA na Itália serve como uma presunção relativa de controle. Como o percentual gerador da presunção relativa de controle não foi atingido, outro indício deve ser verificado, qual seja a consolidação das demonstrações financeiras da companhia controladora, o que também não ocorreu;
  - a CONSOB afirma que, apesar de sua conclusão prévia em 2006 de que a Olimpia exercia o controle de fato na Telecom Italia, o fato de ela não ter atingido a maioria dos votos presentes, mas 49,94%, na assembleia geral de abril de 2007, poderia demonstrar que sua influência se deu em bases meramente ocasionais, cabendo acompanhar o futuro da companhia;
  - além da CONSOB, o Parecer Corapi afirmou que é necessário que a situação de fato da qual se origina o poder de controle seja caracterizada por certa continuidade e estabilidade, não sendo adequado admitir o concurso das circunstâncias de modo meramente ocasional ou temporário;
  - se não foi possível afirmar que a Olimpia, antes da venda das ações para a Telco, exercia o papel de controladora de fato da Telecom Italia pelo órgão controlador italiano, ainda que a Telco venha a exercer influência dominante nos eventos societários futuros da companhia, questiona-se se teria ela adquirido o controle de quem não o tinha efetivamente.

#### **Novas Manifestações dos Requerentes**

38. Em 23.09.2008, os Fundos de Investimento apresentaram nova petição, em que buscaram demonstrar o exercício do poder de controle pela Olimpia e pela Telco nas assembleias gerais da Telecom Italia (fls. 572), conforme abaixo:
- na Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 06.05.2004, foram apresentadas duas listas para eleição do Conselho de Administração. A lista apresentada pela Olimpia obteve votos correspondentes a 85,617% do capital presente na assembleia e a 28,154% do capital social da companhia. Dos votos favoráveis à lista apresentada pela Olimpia, mais de 60% foram da própria Olimpia. A Olimpia elegeu 15 dos 19 conselheiros, e ela própria propôs o prazo de mandato dos conselheiros (3 anos);
  - na Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 2007, quando novamente se elegeu o Conselho de Administração da Telecom Italia, a proposta da Olimpia para a composição e prazo de mandato – agora de um ano – foi novamente aceita. Foram apresentadas três listas. A lista apresentada pela Olimpia contou com 3.763.826.451 votos a favor, sendo que 2.407.345.359 votos foram da própria Olimpia;
  - na Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 2008, foram apresentadas três listas. A lista apresentada pela Telco recebeu 3.588.317.001 votos favoráveis, correspondentes a 67% do capital votante presente. Do total de votos, 3.278.702.623 votos foram da própria Telco. A Telco elegeu 12 dos 15 membros do Conselho de Administração da Telecom Italia.

#### **Manifestação PFE**

39. A Procuradoria Federal Especializada desta CVM ("PFE") emitiu parecer no sentido de que, na medida em que a CONSOB não se manifestou de forma conclusiva sobre a caracterização da Olimpia como efetiva controladora da TIM Participações sob o ordenamento jurídico italiano, não é possível confirmar a transferência de controle apta a ensejar a forçosa realização de OPA aos titulares de ações com direito de voto da Companhia (MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 805/2008, de 18.12.2008 – fls. 298-309).
40. Contudo, ressaltou a PFE que, se da análise fática dos elementos trazidos a área técnica concluir, fundamentadamente, no sentido de que a Olimpia efetivamente comandava as atividades da Companhia, bem como que, em razão da Operação, a adquirente das ações continuou a exercer o poder de comando, poderá se entender pela ocorrência de um dos fatos previstos no art. 254-A da LSA como geradores da obrigação de realizar a oferta pública ali prevista.

#### **Decisão SRE**

41. O SRE, em despacho de 19.01.2009, discordou da conclusão da GER-1. Entendeu que o controle de fato da Telecom Italia era efetivamente exercido pela Olimpia e que continuava sendo exercido pela Telco e concluiu, portanto, pela necessidade de realização da OPA (MEMO/SRE/GER-1/Nº 12/2009 - "Decisão SRE").
42. O SRE ponderou que, apesar do entendimento da CONSOB de que o fato de a Olimpia ter contado com 49,94% dos votos da Assembleia de 16.04.2007 descaracterizaria o seu controle de fato sobre a Telecom Italia, é necessário salientar que à data da realização da referida Assembleia a alienação da Olimpia para a Telco já era de conhecimento público e que, se verificarmos que desde 2004 a Olimpia vinha exercendo seu poder de controle de fato e somente em 2007, quando a informação sobre o negócio já era pública, essa participação atingiu percentual inferior a 50%, não tem cabimento considerar que o controle era meramente ocasional pelo fato da Olimpia não ter conseguido mais 0,06% dos votos presentes.
43. O SRE observou que a CONSOB mencionou que, para avaliar se a Olimpia era controladora de fato da Telecom Italia, os resultados da Telco na

Assembleia Geral ocorrida em abril de 2008 deveriam também ser analisados e que, pelos dados dessa Assembleia, é incontestável que o controle da Telecom Italia era exercido de maneira efetiva pela Telco.

## Recurso

44. A Telco apresentou recurso contra a Decisão SRE em 06.03.2009 (fls. 01-44 do Processo nº RJ2009/1956), no qual argumentou não ser obrigatória a realização de OPA no presente caso e juntou, para respaldar seus argumentos, pareceres emitidos pelo professor italiano Pietro Trimarchi (fls. 54-78 do Processo nº RJ2009/1956 – "Parecer Trimarchi") e por Nelson Eizirik (fls. 79-113 do Processo nº RJ2009/1956 – "Parecer Eizirik").
45. Em primeiro lugar, a Telco ressalta que concorda com o entendimento de que a lei italiana deve ser aplicada para determinação da existência ou não de controle, e que a lei brasileira deve ser aplicável para se verificar a obrigatoriedade de realização de OPA.
46. Discorda, contudo, quanto à aplicação, ao caso, do conceito genérico de controle previsto no Código Civil Italiano. De acordo com a Telco, o conceito mais apropriado seria aquele aplicável às OPAs, previsto no art. 106 do Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria ("TUIF"), que impõe ao adquirente a obrigação de realizar a oferta apenas se a participação do adquirente exceder 30% do capital votante e que, portanto, estabelece uma presunção absoluta da existência de controle nesse caso. Qualificar controle e transferência de controle por outra regra é ignorar a solução conferida pelo direito italiano à situação. Essa posição, que é confirmada no Parecer Trimarchi, leva à conclusão de que não houve transferência de controle no caso em análise, já que a Olimpia tinha apenas 17,99% do capital da Telecom Italia.
47. A Telco ressalva que a conclusão de que a Olimpia não era controladora da Telecom Italia mantém-se ainda que se aplique a definição de controle prevista no Código Civil Italiano.
48. Segundo a Telco, a interpretação geralmente aceita é que o controle "de fato" se caracteriza apenas se na companhia existe a possibilidade de um bloco de ações exercer sozinho uma posição dominante (e não apenas significativa) sobre as atividades sociais, atribuindo ao seu titular a maioria dos votos nas assembleias gerais ordinárias de maneira não ocasional e estável, durante um significativo período de tempo. A análise do controle de fato nunca pode ser abstrata e estática, mas, sim, concreta e dinâmica, levando em consideração a "utilização" desse controle em vista de diversas circunstâncias, tais como concentração de ações em outros acionistas, absenteísmo, etc. Além disso, o controle "de fato" requer não apenas o exercício de uma "influência dominante" de maneira "estável" durante um "razoável e significativo período de tempo", mas também que a sua atribuição seja a uma única pessoa jurídica.
49. O Parecer Trimarchi esclarece que a obtenção de uma maioria de fato em uma única assembleia não é suficiente para afirmar a existência de controle com o necessário caráter de estabilidade, mas a falta de obtenção de maioria de fato em uma única assembleia é suficiente a excluí-lo: não se pode considerar "controladora" quem, dependendo das normais variações das presenças, seja exposta ao risco de não prevalecer em assembleia ou de ter necessidade do concurso do voto de outros acionistas para garantir a aprovação de matérias de seu interesse. A constatação de que a participação societária equivalente a 17,99% não atribuiu à Olimpia, à época em que a Operação foi concretizada, uma "posição dominante" sobre a Telecom Italia foi evidenciada pelo fato de que, durante a assembleia geral de 16.04.2007, a Olimpia não obteve a maioria dos votos, o que é suficiente para descaracterizar o controle de fato. Essa conclusão está em consonância com a manifestação da CONSOB nos autos.
50. Conforme consta no Parecer Trimarchi, a Comissão Européia, em carta de 12.06.2007, julgou que a operação não poderia ser qualificada como uma concentração por não ter havido aquisição de controle conjunto ou controle individual por qualquer dos acionistas de Telco sobre a Telecom Italia. O Parecer Trimarchi destaca a importância da decisão, tendo em vista que a legislação antitruste trabalha com um conceito de controle mais rigoroso, já que admite a existência de controle conjunto. Portanto, mesmo sob essa ótica mais rigorosa, não haveria controle da Olimpia sobre a Telecom Italia.
51. Sobre a necessidade de verificação do resultado da assembleia de 2008, a Telco ressaltou que uma operação por meio da qual uma participação significativa é transferida pode implicar a necessidade de nova análise do quadro de acionistas, pelo potencial de gerar modificações substanciais no equilíbrio de poderes das sociedades. Em se tratando de controle de fato, a transferência de uma participação societária (minoritária) nunca implica, de pleno direito, a transferência de tal controle de fato. Portanto, a operação - que demanda a realização de uma nova análise, no futuro, do controle "de fato" - não pode significar, em si, a transferência desse controle "de fato".
52. Segundo a Telco, a afirmação da CONSOB de que levaria em consideração a assembleia geral ordinária de 2008 para verificação da existência de controle de fato na Telecom Italia foi mal compreendida pelo SRE. O que a CONSOB pretendeu afirmar foi apenas que, de acordo com a atribuição que lhe cabe de analisar as circunstâncias fáticas do período, consideraria também a assembleia realizada em 14.04.2008, mas apenas para determinar se a Telco, com base em uma nova análise, que seria relevante apenas para o período então considerado, deveria preparar demonstrações financeiras consolidadas e estaria sujeita a informar responsabilidades do "capogruppo" (uma companhia controladora).
53. A Telco ressalta que pouco importa, para fins do presente processo, o que ocorreu após a Operação, ou seja, se nas assembleias posteriores Olimpia foi ou não capaz de exercer influência dominante e se se tornou ou não controladora de fato da Telecom Italia. O que se analisa é se a operação foi ou não uma transferência de controle – o que pressupõe a existência desse controle antes da operação (e não depois).
54. O Parecer Trimarchi apontou ainda que, mesmo depois da assembleia de 2008, a Telco não preparou demonstrações financeiras consolidadas com os resultados da Telecom Italia e a CONSOB não levantou objeção a esse respeito.
55. De acordo com o Parecer Trimarchi, para ser relevante, o controle "de fato" precisa ser detido por uma, e apenas uma, pessoa (jurídica ou física). Desse modo, à luz da regulamentação italiana, é necessário verificar, para a apuração da existência de controle em *holding* instrumental (como é a Telco), se um único sócio de tal *holding* pode, através do acordo de acionistas, dispor, sozinho, dos votos suficientes a exercer uma influência dominante na assembleia ordinária. A posição formalmente detida por Olimpia na Telecom Italia foi, na verdade, transferida aos acionistas da Telco. Desconsiderando-se a existência da Telco e verificando-se repetidamente e caso a caso a questão da existência de poder, nenhum acionista tem influência qualificada sobre a Olimpia individualmente.
56. A Telco destacou que as manifestações da GRE-1 da PFE são uníssonas no sentido de acatar a interpretação da legislação italiana constante da manifestação da CONSOB, confirmando a impossibilidade de se afirmar que a Olimpia teria o controle de fato da Telecom Italia e de que tal controle de fato teria sido transferido à Telco.
57. A Telco observou que, ao contrário do que ficou assentado nos autos, o Parecer Corapi, apresentado pelos Fundos de Investimentos, não conclui que a Olimpia era controladora de fato da Telecom Italia. Essa afirmação foi uma premissa passada ao Professor Corapi pelos próprios Fundos de Investimento, conforme se extrai do seguinte trecho seu parecer: "Em relação a quanto acima exposto, foi-me informado que, antes da estipulação dos citados acordos datados de 28 de abril de 2007, Olimpia S.p.a. detinha o controle de fato de Telecom Italia S.p.a – e, portanto, das sociedades do Grupo Telecom Italia, entre as quais, a sociedade de direito brasileiro Tim Participações S.A."



58. O que o Parecer Corapi conclui, com base na premissa informada pelos próprios Fundos de Investimento, é que: "(...) se Olimpia S.p.a., enquanto titular de ações representativas de 17,99% do capital de Telecom Italia S.p.a., exercia o controle de fato sobre tal sociedade [ou seja: assumindo como correta a premissa informada pelos Fundos de Investimento], então, a alienação de 100% do capital de Olimpia S.p.a. comportou a transferência de tal controle de fato em favor da adquirente, Telco S.p.a."
59. De acordo com a Telco, o Parecer Corapi não é um parecer sobre o caso concreto, mas um parecer em tese, induzido a partir de premissas de fato incorretas fornecidas pelos Fundos de Investimento e, nesse sentido, seria imprestável para produzir prova de que Olimpia seria controladora de fato da Telecom Italia.
60. A Telco aponta alguns supostos equívocos da Decisão SRE:
- i. o SRE afirmou que a questão a ser enfrentada, no caso, é se a Olimpia exercia o controle de fato sobre a Telecom Italia e se a Telco, como sucessora da Olimpia, continua a exercer o controle. Contudo, qualquer análise a ser feita pelo SRE quanto à eventual relação de controle entre Olimpia e Telecom Italia deve ser feita com base na legislação italiana e com base nas interpretações sobre a lei italiana que constam dos autos. O escopo da análise é se a Olimpia era controladora de fato da Telecom Italia e se tal controle foi transferido por meio da operação. Pouco importa se a Olimpia ou a Telco (na qualidade de sua sucessora) passou a exercer controle ou não depois da Operação;
  - ii. o SRE afastou a interpretação da CONSOB de que o controle de Olimpia sobre Telecom Italia teria bases ocasionais, afirmando que "não tem cabimento considerarmos que o controle era meramente ocasional pelo fato da Olimpia não ter conseguido mais 0,06% dos votos presentes". Se a CONSOB, órgão encarregado de interpretar a legislação societária italiana, entendeu que aquele percentual foi relevante, não parece correta a afirmação do SRE, ainda mais fazendo referência a critérios pretensamente "estatísticos" não previstos na legislação italiana;
  - iii. ao contrário do afirmado pelo SRE, a operação não era de conhecimento público por ocasião da assembleia de 16.04.2007. As notícias veiculadas no Financial Times de 04.04.2007 e o relatório do Morgan Stanley de 02.04.2007 não fazem qualquer referência à operação. Tais informes traduzem apenas a informação – essa sim pública e notória - de que as vendedoras desejavam alienar sua participação societária na Telecom Italia, tendo como possíveis compradores diversos potenciais investidores. O *press release* divulgado por Mediobanca em 18.04.2007 esclarece que "Com relação às recentes matérias jornalísticas e por solicitação da CONSOB, Mediobanca, pelo presente, confirma que ainda está em discussões gerais com possíveis investidores em Olimpia. Por ora nenhuma opinião pode ser expressa com relação a seu possível desfecho, tampouco aos possíveis mecanismos pelos quais quaisquer transações poderiam ser celebradas. Desenvolvimentos concretos, se houver, serão informados ao mercado no momento devido";
  - iv. a Decisão SRE traria deturpada interpretação do ofício da CONSOB, que jamais disse que a análise do resultado da assembleia de 2008 teria relevância para se determinar se houve ou não transferência de controle. O resultado de tal assembleia pode importar para a CONSOB para fins de acompanhamento do controle da Telecom Italia, mas pouco importa para os fins da análise desta CVM. A Telco obteve maioria de votos na assembleia de 2008 da Telecom Italia porque sua participação societária havia aumentado após a operação. Se fossem considerados apenas os 17,99% adquiridos dos vendedores pela operação, a Telco não teria obtido maioria de votos (teria 45,54% do total de 39,53% das ações com direito a voto presentes).
61. A Telco alegou, ainda, que não estão presentes no caso os requisitos do art. 254-A da LSA a obrigar a realização de OPA. Isso porque a definição prevista no art. 116 da LSA refere-se ao controle exercido por um acionista (ou grupo de acionistas vinculados por um acordo de voto) detentor de mais de 50% das ações da companhia (controle majoritário), bem como por um (alguns) acionista(s) que, embora detenha(m) menos de 50% das ações (controle "de fato" ou minoritário), exerce(m) o controle sobre a companhia de modo permanente (ou ao menos estável). A definição do art. 116 refere-se ao acionista controlador com o objetivo de determinar direitos, deveres e responsabilidades, nada tendo que ver com os requisitos para aplicação do artigo 254-A da LSA.
62. De acordo com a Telco, como esclarece o Parecer Eizirik "(...) o artigo 116 da lei societária não pode servir de base para a interpretação dos casos de alienação de controle, visto que, em determinadas situações, a aplicação automática do conceito de acionista controlador para se analisar se deve ser realizada a oferta pública prevista no artigo 245-A conduziria a resultados claramente equivocados".
63. Acrescenta o Parecer Eizirik:
- i. como se extrai do art. 254-A da LSA, a OPA se faz necessária sempre que há alienação, direta ou indireta, do controle da companhia, o que significa a transferência direta ou indireta das ações que compõem o bloco de controle. Só é razoável determinar-se a realização de OPA quando a transferência de valores mobiliários resultar na aquisição de mais de 50% das ações com direito a voto da companhia (controle da maioria), dado que tão-somente nesses casos o exercício do poder de controle seria permanentemente garantido ao adquirente, conforme previsto em lei;
  - ii. a revogada Resolução nº 401/76, do Conselho Monetário Nacional, determinava que a alienação do poder de controle "de fato", definido como aquele exercido por um (alguns) acionista(s) que detinha(m) a maioria dos votos nas últimas 3 assembleias gerais da companhia, era um evento que impunha a obrigação de realização de OPA. Tal regra não foi repetida nas reformas à LSA ou mesmo na Instrução CVM nº 361/2002. A definição de alienação de poder de controle contida na atual legislação não contempla a alienação de controle minoritário como fator a ocasionar a necessidade de realização de uma OPA;
  - iii. o controle "de fato" é, por definição, instável e temporário, e não garante ao acionista a possibilidade de controlar a companhia de forma permanente. Apenas com a manutenção de determinadas condições, tais como a dispersão do capital e alto nível de abstenção nas assembleias, é que o controle "de fato" se torna possível. O acionista que controla a companhia com menos da metade dos votos pode se tornar um minoritário caso outros firmem acordo que lhes assegure o controle da companhia ou constituam uma sociedade que concentre todas as ações por eles detidas originalmente;
  - iv. nos Processos nºs RJ 2005/4069 (Companhia Brasileira de Distribuição – "Precedente CBD") e 2007/7230 (Copesul – Companhia Petroquímica do Sul – "Precedente Copesul"), a CVM decidiu que, para determinar se uma OPA é ou não obrigatória, a transferência do poder de controle de uma companhia de capital aberto deve ter um comprador que adquira (direta ou indiretamente) (a) pelo menos 50% mais uma ações com direito a voto ou (b) direitos que lhe permitam controlar a companhia (sendo que controle, nesse contexto, significa o poder para eleger permanentemente a maioria dos membros do conselho de administração e concentrar a maioria dos votos nas assembleias gerais), mesmo que o número de ações adquiridas represente 50% ou menos das ações votantes;
  - v. em razão dessas decisões, se uma pessoa não adquire ações que representem a maioria do capital votante (50% mais uma), ou os direitos sobre as referidas ações capazes de lhe garantir, permanentemente, uma posição majoritária (o direito de eleger a maioria dos membros do conselho de administração, também de forma permanente), não há transferência de poder de controle para os propósitos

do art. 254-A da LSA e, muito menos, necessidade de se realizar uma OPA. A doutrina brasileira também é clara no sentido de que, para assuntos tais como alienação do poder de controle, em que há um claro requisito de permanência, o conceito de controle de fato ou minoritário não deveria ser aplicado;

- vi. sob a ótica da legislação brasileira, a OPA não seria requerida no caso, tendo em vista que a Telco não tem garantido o poder de eleger permanentemente a maioria dos membros do conselho de administração e de concentrar a maioria dos votos nas assembleias gerais da Telecom Italia. Pelo contrário, há uma situação de fragilidade, que pode ser alterada a qualquer momento caso outro acionista ou grupo de acionistas da Telecom Italia assumam o controle efetivo da companhia.

64. Por fim, a Telco requer cautela desta CVM na interpretação da Operação, tendo em vista as consequências gravosas e irreversíveis que dela podem advir, e defende que somente em situações claras, extremas de dúvida, é que a OPA deve ser exigida. Alerta que a Decisão SRE atentou contra a própria segurança jurídica das relações sociais e econômicas, já que, por quase dois anos os participantes do mercado não tiveram conhecimento da possibilidade de ser exigida a realização da OPA. Tal informação não se refletiu nas cotações das ações ordinárias da TIM Participações, que apresentaram súbita e significativa valorização a partir do pregão de 22.01.2009, quando foi publicado o Fato Relevante informando o mercado sobre a Decisão SRE(12). A Decisão SRE teria atribuído um ganho quase "lotérico" aos titulares das ações.

#### **Manutenção da Decisão SRE**

65. O SRE decidiu manter a decisão pela obrigatoriedade de realização de OPA de ações de emissão de TIM Participações pela Telco e, em seguida, o presente processo foi encaminhado para apreciação deste Colegiado (MEMO/SRE/Nº 67/2009, de 20.03.2009 – fls. 124-140 do Processo nº RJ2009/1956). Esclareceu o SRE que:

- i. não utilizou o direito brasileiro para avaliar o exercício do controle de fato por Olimpia sobre Telecom Italia, uma vez que considerou adequada a aplicação do art. 11 da LICC;
  - ii. a utilização de critérios estatísticos não afasta ou fere a aplicabilidade da legislação italiana. Sua abordagem, no caso concreto, serviu como suporte tanto à tomada de decisão da SRE quanto da CONSOB, que também utilizou critérios estatísticos para não manifestar posição definitiva sobre a operação;
  - iii. a venda da participação na Telecom Italia detida indiretamente por Pirelli e Sintonia não era de conhecimento público à época da realização da assembleia de 2007, conforme afirmado equivocadamente na Decisão SRE. Contudo, a divulgação da intenção de venda, por si só, já seria suficiente para descartar a análise daquela assembleia, em vista das expectativas geradas, no período, sobre a futura alienação;
- IV. ao contrário do afirmado no recurso, a CONSOB orientou a análise da assembleia ordinária de 2008 para verificar o eventual exercício de controle pela Telco(13);
- v. a Decisão SRE foi tomada levando-se em consideração a manifestação inconclusiva da CONSOB e sua orientação acima. São inaceitáveis insinuações acerca de eventual conflito entre os reguladores brasileiro e italiano;
  - vi. o Parecer Corapi parte da premissa da existência do controle de fato por Olimpia, mas o parecer foi útil para evidenciar a doutrina acerca do conceito de controle italiano, embora não tenha sido utilizado como prova da verificação da alienação indireta de controle ocorrida;
- VII. o dispositivo que determina a obrigatoriedade de OPA quando a aquisição de participação acionária exceder o percentual de 30% do capital votante da companhia contém presunção de controle, mas a análise efetuada considerou os conceitos definidos no art. 93 do Decreto Legislativo nº 58/98 e no art. 26 do Decreto Legislativo nº 127/91, conforme orientação da CONSOB(14);
- VIII. quanto ao entendimento de que o exercício do poder de controle não poderia ser compartilhado, mas apenas exercido por uma única pessoa jurídica, recorreu-se ao expediente da CONSOB, que admite tal possibilidade(15);
- ix. no que tange à não-consolidação dos balanços da Telco e da Telecom Italia e à ausência de objeção da CONSOB, entendeu-se que o regulador observará o resultado das próximas assembleias gerais para determinar ou não sua obrigatoriedade, sem prejuízo ou qualquer relação com a oferta brasileira;
  - x. o Parecer Eizirik é inaplicável ao caso, uma vez que remete às noções de controle e alienação previstas na legislação brasileira para defender a obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle apenas nos casos de transferência de valores mobiliários representados por mais de 50% das ações com direito a voto da companhia aberta. Tais noções devem ser afastadas por conta da aplicabilidade do art. 11 da LICC.

#### **Manifestação dos Requerentes**

66. Os Fundos de Investimento apresentaram, em 21.05.2009, manifestação sobre o recurso da Telco (fls. 439-468 do Processo nº RJ2009/1956), em que reiteraram os argumentos já expostos e acrescentam que a análise do histórico do exercício do controle na Telecom Italia seria suficiente para demonstrar o acerto da Decisão SRE, como segue:

- i. em julho de 1997, as cinco companhias de telefonia da Itália se uniram na Società Finanziaria Telefonica S.p.A., que alterou sua denominação para Telecom Italia. Em novembro de 1997, o Estado Italiano privatizou a Telecom Italia, por meio de oferta pública;

- ii. em fevereiro de 1999, a Olivetti S.p.A. ("Olivetti"), por intermédio da subsidiária Tecnost S.p.A. ("Tecnost"), realizou OPA para aquisição do controle de Telecom Italia e tornou-se titular de ações representativas de 52,12% do seu capital – participação posteriormente elevada para cerca de 55% do capital, mediante aquisições no mercado;
- iii. para adquirir o controle de Telecom Italia, empresa bem maior do que a própria Olivetti, foi criada estrutura societária piramidal, por meio da qual duas holdings, a Hopa S.p.A. e a Fingruppo Holding S.p.A., detinham, em conjunto, 55% do capital de uma terceira holding, Bell S.A., por sua vez detentora de 23% do capital da própria Olivetti;
- iv. em dezembro de 2000, a Tecnost foi incorporada à Olivetti, passando esta última a deter participação direta na Telecom Italia. Em julho de 2001, foi realizada oferta conjunta por Pirelli e Sintonia para aquisição das ações de emissão da Olivetti, de propriedade da Bell, pagando um prêmio de 80% sobre o respectivo valor de mercado. A partir de então, a Telecom Italia passou a ser controlada indiretamente pela Olimpia, sociedade que tinha como suas acionistas a Pirelli e a Sintonia;
- v. o controle da Telecom Italia, a partir de 1999 e até julho de 2001, foi exercido por Olivetti, quando foi transferido à Pirelli. Em 2003, Olivetti foi incorporada à Telecom Italia, passando a Olimpia a controlá-la diretamente. As ações que conferem o comando da Telecom Italia a um bloco de controle seguiram uma linha de transferências de sua titularidade final, ao longo do tempo, que tem como último passo a substituição de Olimpia por Telco.

67. Além disso, os Fundos de Investimento destacaram o seguinte:

- i. o argumento apresentado pela Telco para negar a existência do controle de fato no presente caso, ainda que não negando sua existência em tese, fundamenta-se na ideia de que o controle minoritário é, por natureza, instável, e não é capaz de, por si só, conduzir de modo decisivo a atividade da assembleia. Trata-se de uma contradição. Se o controle é "de fato", o mesmo há de ser verificado no caso concreto. O conjunto de ações que vinha concedendo o poder de controle a um bloco de acionistas da Telecom Italia desde sua privatização, fez prevalecer, também na Assembleia de 2008, a vontade do novo bloco de controle. Não há nesse bloco de controle nada que indique sua instabilidade;
- ii. foi amplamente divulgada notícia de que a Telco alterou seu estatuto social a fim de tratar melhor um problema antitruste na Argentina e uma discussão sobre controle acionário no Brasil. Segundo a matéria, foi removida uma sentença em seu estatuto que sugeria que a Telco exercia "coordenação e controle" sobre a Telecom Italia. No objeto social da Telco, vê-se que ela existe para participar da Telecom Italia, ou em outras sociedades do mesmo setor, apenas com o propósito de realizar investimentos estáveis. O estatuto faz referência à gestão e coordenação das atividades das companhias controladas. Como a única companhia nominalmente referida é a Telecom Italia, a mera leitura desse dispositivo do estatuto social demonstra que seu objeto é exercer as atividades de controle da Telecom Italia. O controle não deixa de existir por uma posterior alteração do estatuto social<sup>(16)</sup>;
- iii. a aplicação da lei brasileira ou da lei italiana para a definição da ocorrência de alienação indireta do controle não altera o resultado no caso concreto. É inquestionável, independentemente de qualquer discussão quanto ao direito italiano, que ao vender sua participação na Olimpia para a Telco, Pirelli alienou indireta e onerosamente o controle de TIM Participações;
- iv. a Telco pagou à Pirelli, quando da aquisição das ações de emissão de Olimpia, preço que embutiu um prêmio de 40% sobre o valor de mercado, o que demonstra ter sido considerado, quando da aludida aquisição, que o adquirente estava se tornando titular do poder de controle de toda a cadeia societária até então sob o comando da Pirelli, inclusive do poder de controle de TIM Participações. Ao alienar as ações de emissão de Olimpia, a Pirelli deixou de ser controladora indireta de TIM Participações e recebeu o preço correspondente por isso;
- v. são irrelevantes quaisquer questões relativas ao direito italiano. A transação poderia ter sido realizada em qualquer país do mundo. Imagine-se que Pirelli criasse uma nova sociedade em país cujo ordenamento desconhecesse o conceito de controle, e integralizasse o capital de dita sociedade com ações da Olimpia. Em seguida, a Telco poderia, em vez de adquirir as ações de Olimpia na Itália, contratar a aquisição das ações em tal país fictício. Com isso, ter-se-ia operado uma transferência de controle (no Brasil), mas não no país da nova sociedade. Deveria o presente caso ser decidido de forma diferente?
- vi. imagine-se uma sociedade sediada no país A, onde inexistia conceito de controle, e outra com sede em um país B, onde o conceito legal de controle é igual ao brasileiro. O capital de ambas as sociedades é detido, em sua totalidade, por pessoas naturais residentes em tais países, sendo X titular de 100% das ações da sociedade sediada no país A e Y detentor de 100% das ações da sociedade sediada no país B. Suponha-se que tais sociedades fossem, em momentos diferentes, controladoras da TIM Participações. Se Telco viesse a comprar de X os 100% da sociedade sediada em A poder-se-ia então dizer que não teria havido uma transferência do controle de TIM Participações? Se Telco viesse a adquirir de Y os 100% da sociedade sediada em B concluir-se-ia ter havido a transferência?
- vii. o que importa, sob o ponto de vista do direito estrangeiro, é apenas e tão-somente compreender se os adquirentes das ações da companhia que controla a sociedade aberta brasileira têm o poder de mando, na forma expressa a lei brasileira;
- viii. não procede o argumento desenvolvido no Parecer Eizirik de que não é aplicável o art. 254-A ao caso em tela, por se tratar de uma transferência de controle minoritário, pois aqui se trata de uma alienação indireta de controle. A TIM Participações é sociedade brasileira, controlada diretamente pela TIM Brasil, sociedade igualmente brasileira, que detém 81,19% de seu capital votante. No Brasil ocorreu uma transferência majoritária de controle. Quem quer que possua o poder de controle de TIM Brasil (inclusive indireto), possui o controle majoritário de TIM Participações, isto é, tem o poder de votar nas Assembleias Gerais de TIM Participações com 81,19% das ações votantes;
- ix. a Telco considera que o controle de fato como um conceito estranho ao art. 254-A para, em seguida, concluir que somente a transferência de controle que não seja de fato (ou minoritário) pode ensejar uma OPA. O raciocínio se apóia na decisão proferida pela CVM no Precedente CBD. O precedente é radicalmente diferente do caso concreto e a diferenciação entre os conceitos do art. 116 e o do art. 254-A não é feita para os fins pretendidos pela Telco;
- x. no Precedente CDB, considerou-se que houve transferência de controle porque o prêmio foi pago na celebração do acordo. A companhia argumentou que o adquirente não possuía poderes de comando para, isoladamente, exercer o controle e, portanto, não era acionista controlador para os fins do art. 116. O deslinde do caso veio com a decisão do Diretor Pedro Marcilio, que argumentou que o conceito do art. 116 não é perfeitamente aplicável para casos de alienação de controle, pois não é preciso o "exercício do poder". A

decisão não considera a transferência de controle minoritário, mas também não a exclui do conceito de controle do art. 254-A. O que a decisão quis dizer foi simplesmente que o requisito exercício de fato não se aplica ao 254-A, pois, do contrário, somente após a verificação de efetivo exercício de controle é que haveria a necessidade de OPA, inclusive para o controlador majoritário (que é o considerado na decisão). Isso não significa que controle de fato seja incompatível com o art. 254-A. O que se disse na decisão foi que não é necessário aguardar que o controlador venha a exercer tal poder. Não faz sentido a alegação de que a posterior tomada de controle, via acordo de acionistas, entre os demais minoritários descaracteriza a necessidade de OPA por parte do adquirente do bloco de controle;

- xi. os Precedentes Copesul e Dapean (Proc. RJ/2008/4156), alegados pela Telco a seu favor, somente repetem o conceito do Precedente CBD e nada têm a ver com transferência de controle minoritário;
- xii. é improcedente e irrelevante a alegação de que a elevação no preço das ações de TIM Participações após a divulgação da Decisão SRE demonstra que tais ações não refletiam a expectativa de realização de OPA. A obrigatoriedade ou não de realização de OPA não depende da expectativa de quem quer que seja. Era esperado que os acionistas da TIM Participações não refletissem no preço sua expectativa. No entanto, ao se deparar com o fato relevante da TIM Participações comunicando a Decisão SRE, não é de se espantar que tal fato possa, de alguma forma, refletir no preço das ações;
- xiii. o Parecer Trimarchi considera que a noção mais apropriada de controle é a do art. 106 do TUIF, que impõe a obrigação de realizar uma OPA apenas se a participação do adquirente exceder 30% do capital votante. Como adverte o Parecer Corapi "a obrigação de promover a oferta pública de aquisição não encontra pressuposto, genericamente, na aquisição de uma posição de controle, que deve ser verificada caso a caso, mas na aquisição de participação acionária que exceda o patamar estabelecido pela lei. (...) Em qualquer caso, semelhantemente a quanto (sic) acontece para a definição de controle societário determinado pelas demais leis especiais, a noção contida no artigo 106 do TUF é relevante exclusivamente para fins de aplicação da normativa sobre ofertas públicas de aquisição ditadas pelo TUF, e não encontra aplicação em outro âmbito normativo";
- xiv. não procede o argumento da Telco de que o controle de fato na Itália deve ser majoritário. Se assim fosse, a CONSOB não teria dito que o controle de fato deve ser verificado no caso concreto, mas simplesmente declarado que não havia controle de fato em função de a participação da Telco na Telecom Italia ser inferior aos 50% necessários para sua caracterização;
- xv. a Olimpia não atingiu, na assembleia de 2007, a maioria das ações votantes entre os presentes e a CONSOB afirmou não ser possível determinar a influência dominante naquele ano. Ainda assim, a CONSOB não entendeu pela inexistência de controle de fato, mas simplesmente indicou que não seria possível, quando da apreciação da consulta, garantir sua existência. A CONSOB deixou claro que a configuração do controle de fato deveria ser verificada na assembleia que analisasse as demonstrações financeiras de 2007 e, tal como a PFE, manifestou o entendimento de que a CVM poderia verificar, *ex post*, a perpetuidade do controle que vinha sendo exercido. A dúvida que existia quando da elaboração das manifestações da CONSOB e da PFE não mais existe diante da clara constatação de que a Telco exerceu seu controle na Assembleia de 2008 da Telecom Italia;
- xvi. não procede o argumento de que a Telco é holding instrumental criada em decorrência de acordo de acionistas que congrega interesses de mais de um acionista, o que demonstraria a inexistência de controle, por não existir a noção de controle conjunto ou compartilhado na lei italiana. Se, para a determinação da existência de controle, houvesse a necessidade de se subir, infinitamente, a fim de verificar se, em último nível, uma única pessoa (que só poderia ser uma pessoa natural) detinha o comando da sociedade, somente existiria controle se essa única pessoa física pudesse, sozinha, comandar a(s) sociedades controlada(s), o que é absurdo;
- xvii. a alegação de não consolidação das demonstrações financeiras por parte da Telco é absolutamente irrelevante para a questão. Se a Telco elaborou ou não suas demonstrações financeiras da maneira correta, isso é um problema que cabe somente à CONSOB;
- xviii. alega a Telco que o Parecer Corapi parte da premissa equivocada de que Olimpia exercia o controle de fato de Telecom Italia. Não há qualquer dúvida de que o controle de fato da Telecom Italia era exercido por Olimpia. O Prof. Corapi, depois de ter examinado a questão que lhe foi submetida, porque se convenceu de que a tese exposta na consulta era procedente, elaborou seu parecer; se discordasse teria feito alguma alusão, ou sequer emitido o parecer.

### **Manifestação da Telco**

68. A Telco apresentou a esta autarquia nova manifestação em 06.07.2009 (fls. 478-496), em que aborda aspectos levantados pelos Requerentes na manifestação de 21.05.2009.
69. Inicialmente, a Telco menciona que o argumento dos Requerentes de que deveria ser aplicado o direito brasileiro para definição do poder de controle está em desacordo com (i) a LICC, especialmente o art. 11; (ii) o entendimento já manifestado pela CVM no Precedente Arcelor-Mittal; (iii) o entendimento exposto pelo Prof. Marcelo Trindade, parecerista dos Fundos de Investimento; (iv) os fundamentos da Decisão SRE; e (v) os próprios argumentos levantados pelos Requerentes em diversos momentos ao longo deste processo.
70. Nesse sentido, a Telco reitera que os conceitos de "controle" e de "acionista controlador" de uma sociedade inserem-se na regra prescrita no art. 11 da LICC e devem ser extraídos, portanto, da legislação que regula a própria sociedade. Como a Telco, a Olimpia e a Telecom Italia são sociedades com sede na Itália, a legislação daquele país deveria reger as relações a elas relativas, inclusive quanto à qualificação de seu controlador.
71. Além disso, argumenta a Telco que, em razão do disposto no art. 9º da LICC, que determina que, para qualificar e reger as obrigações, deve-se aplicar a lei do país em que se constituírem, a pretensa "alienação do controle" da Telecom Italia para a Telco, se tivesse existido, teria sido efetivada na Itália e, dessa forma, estaria sujeita à legislação italiana.
72. Destaca a Telco que se o direito italiano era necessário para determinar se a Telco continuaria exercendo o suposto controle que Olimpia tinha sobre a Telecom Italia (como alegado pelos Requerentes), é porque se precisava entender se, anteriormente, existia tal controle, dada a impossibilidade do direito brasileiro em fazê-lo. Ademais, observa que caso o direito italiano fosse de fato irrelevante, ele não teria sido fundamental em momento algum, e não apenas após a assembleia de 2008, visto que, segundo a nova tese apresentada pelos Fundos de Investimento, bastaria analisar os fatos ocorridos de acordo com o direito brasileiro para determinar se, no momento da venda da Olimpia à Telco, havia uma situação qualificada como controle. Ao contrário do que dizem os Requerentes, a aplicação do direito italiano é uma questão de possibilidade, necessidade ou conveniência, mas da correta aplicação da LICC.
73. Ainda no que se refere à questão de aplicação do direito italiano, a Telco reitera sua posição no sentido de que o conceito de controle a ser aplicado no caso concreto é o art. 106 do TUIF, que trata da oferta pública, e determina que, para aquele fim, controle significa a titularidade de 30% do capital votante. Portanto, a Olimpia não era controladora da Telecom Italia.

74. A Telco observou, quanto à participação da Olimpia e da Telco nas assembleias da Telecom Italia, que a CONSOB, enquanto intérprete maior da legislação societária italiana, em nenhum momento afirmou que o resultado das assembleias configurava um controle de fato. Na realidade, ressaltou que a posição acionária da Olimpia na Telecom Italia em 2007, embora significativa, era meramente ocasional e instável, não havendo qualquer motivo para considerá-la controladora.
75. De acordo com a Telco, para o direito italiano, mais importante que o resultado das assembleias seria a capacidade de outros grupos de acionistas superarem a participação relevante anteriormente detida por Olimpia. A previsibilidade de determinar a vontade da sociedade (que se mostrou frustrada após 2007) é o elemento realmente relevante para a configuração do controle de fato, e não o simples percentual de participação em cada assembleia.
76. Acrescentou ainda que, conforme o Parecer Trimarchi, um dos critérios para se determinar o controle pelo direito italiano é a obtenção da maioria dos votos na assembleia geral, e não a capacidade de eleger os diretores da companhia por meio de listas de candidatos. Como exemplo, a Telco observa que um acionista que tem 15% de participação acionária poderia eleger a maioria dos membros do Conselho de Administração numa situação em que dois outros acionistas, que tivessem participação de 14% e 13%, apresentassem duas listas distintas. Fica claro que o acionista que tiver apenas 15% pode não ter influência dominante mesmo que tenha sido capaz de eleger a maioria dos conselheiros.
77. A Telco observa que, caso esta autarquia acatasse a argumentação dos Requerentes, ela seria obrigada a realizar OPA, tornar-se-ia acionista direta da TIM Participações e, em seguida, ao ser superada na assembleia da Telecom Italia, deixaria de supostamente comandar a empresa brasileira. Em suma, a Telco teria pago por algo que não pode ter certeza que terá no futuro.
78. Em seguida, a Telco analisa o controle para fins do art. 254-A da LSA e, nesse sentido, afirma que:
- i. os arts. 116 e 117 da LSA admitem a hipótese do controle de fato; que demanda, para sua caracterização, uma análise dinâmica, por meio da verificação do efetivo comando sobre o exercício das atividades sociais por um período de tempo significativo. Esse acionista, por ocupar posição instável e temporária, pode, no máximo ser qualificado como aquele que *está* controlador e jamais como aquele que *é* controlador, razão pela qual apenas este último está apto a efetivamente transferir o controle que detém de forma incontestável a terceiros. Esse é o sentido de controle estabelecido pelo art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002<sup>(17)</sup>
  - ii. para a verificação da existência de um poder de controle apto a ensejar OPA, a análise deve ser estática, ou seja, que a existência ou não de um efetivo controle seja realizada no momento da alienação do bloco de ações, entendendo-se por efetivo controle aquele que garante ao seu novo titular o real comando sobre as atividades sociais, independentemente de fatores alheios à sua vontade, de forma permanente, absolutamente estável e sem possibilidade de contestação por terceiros;
  - iii. a apuração da participação da Telco na assembleia da Telecom Italia (análise *ex post*) apenas serviria para verificar a aplicabilidade dos efeitos do art. 116 da LSA;
  - iv. a CVM, no Precedente CBD, já decidiu que a alienação do controle de fato não acarreta a obrigação de realização de OPA.
79. Por fim, a Telco faz referência à afirmação dos Fundos de Investimento de que a alteração do estatuto social da Telco, para retirar a referência a "coordenação e controle" sobre a Telecom Italia, teria por objetivo "melhor tratar um problema sobre controle acionário no Brasil", e que isso configuraria acontecimento "possivelmente constrangedor".
80. A Telco menciona que tal referência integrava cláusulas padrão e típicas ali inseridas e que jamais foram aplicáveis no caso da Telco, tendo em vista que a Olimpia foi incorporada à Telco pouco tempo após a aquisição do seu controle acionário. A mera descrição do objeto social, especialmente quando realizada em linguagem geral e padronizada, não significa automaticamente que a realidade da empresa reflita o que foi escrito. Se não, bastaria mudar a letra do estatuto social para que o suposto controle deixasse de existir; também é verdade que não bastaria mera inserção de termos nesse estatuto para que, automaticamente, passasse a existir um controle minoritário ou "de fato" não observável na prática.

É o relatório.

#### PROCESSO ADMINISTRATIVO Nº RJ 2009/1956 <sup>(18)</sup>

(Reg. 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

**Diretor-relator:** Eliseu Martins

#### VOTO

#### Lei aplicável para definição do controle

1. Inicialmente, devemos analisar qual é a legislação aplicável para determinação do conceito de controle a ser utilizado no presente caso.

2. Tomando como base o Precedente Arcelor-Mittal (19), sustentou-se que a lei italiana deve ser aplicável para determinação do conceito de controle, enquanto que o procedimento para realização da OPA deve ser regido pela legislação brasileira. Isto é, se fosse confirmada a transferência de controle da Telecom Italia nos termos da legislação italiana, a OPA deveria seguir os procedimentos previstos na legislação brasileira.
3. Tal entendimento fundamenta-se no disposto no art. 11 da Lei de Introdução ao Código Civil, que determina que as sociedades são regidas pela lei do país de sua constituição. Olimpia e Telecom Italia são regidas pelas leis italianas e, portanto, as questões do controle societário das referidas sociedades e de sua alienação deveriam ser tratadas sob ordenamento jurídico italiano, já que envolvem o exame de questões estruturais e funcionais daquelas sociedades italianas.
4. Em primeiro lugar, considero incabível a adoção da operação envolvendo a Arcelor-Mittal como paradigma para este processo, já que naquele caso a decisão se deu pela existência, no estatuto da Arcelor Brasil, da obrigação da OPA por aquisição originária de controle, e não por força do comando previsto no art. 254-A na LSA.
5. Não me parece que o art. 11 da Lei de Introdução ao Código Civil tenha o alcance que lhe tem sido atribuído. Na verdade, como será comentado mais à frente, não me parece lógica a assunção de que o controle deveria ser definido com base na legislação estrangeira.
6. O foco da discussão, neste caso, é a verificação de suposta alienação do controle indireto da TIM Participações, companhia aberta com sede no Brasil, a qual, se ocorresse, estaria, por determinação expressa da legislação brasileira, condicionada à realização de OPA. A meu ver, tais disposições devem ser interpretadas de acordo com as regras e princípios previstos na legislação brasileira. Como a TIM Participações é companhia com sede no Brasil, entendo que a correta aplicação do art. 11 da LICC ao caso implica que a determinação do seu controle indireto deve tomar como base o conceito de controle indireto previsto na legislação brasileira. Esse também é, s.m.j., o único entendimento que permite que o art. 254-A da LSA cumpra efetivamente a finalidade a que se propõe.
7. Como mencionado pelos Fundos de Investimentos nas contra-razões juntadas neste Processo e que estão descritas no Relatório, se entendermos que a legislação do país da sede da sociedade onde ocorreu a operação de alienação deve ser aplicável, forçoso seria reconhecer soluções distintas para casos em essência semelhantes, dependendo do conceito de controle adotado pelos respectivos países.
8. Em uma hipótese extrema, a OPA não seria obrigatória, por exemplo, no caso de a operação ocorrer num país que desconhecesse o conceito de controle, mesmo em hipótese que, sob a legislação brasileira, indiscutivelmente estivesse envolvida a alienação do controle. E como ficaria a situação em que, no país onde se dá a operação de compra e venda de um determinado lote de ações, a decisão pela OPA se dá independentemente da efetiva alienação de controle? Nesse caso ter-se-ia que adotar aqui essa mesma decisão de exigir a OPA porque essa é a característica no país onde se deu a operação? E se a legislação de um país determinar que há controle presumido quando o acionista for titular de uma porcentagem do capital votante especificada (por exemplo, 30%)? Devemos impor a OPA no caso de alienação dessa participação mesmo se ficar demonstrado que tal acionista não tem usualmente a maioria dos votos nas assembleias e não elege a maior parte dos administradores?
9. Tal solução geraria enorme insegurança jurídica, pois envolveria não apenas a necessidade de identificação da legislação aplicável a cada caso concreto, mas o conhecimento dessa legislação e de sua correta aplicação. No presente caso, por exemplo, mesmo se admitíssemos que a legislação italiana fosse aplicável, existe uma divergência sobre se seria adequada a aplicação do conceito de controle de fato previsto no Código Civil Italiano (o que poderia disparar a obrigação de realizar OPA no Brasil) ou do conceito de controle presumido adotado para fins de OPA (o que afastaria de vez a obrigação de realizar OPA no Brasil).
10. Parece-me um ônus injustificável à companhia brasileira e aos minoritários a imposição da análise da legislação de outros países para acompanhamento das transferências de participações de controladores indiretos. O art. 254-A impõe ao adquirente do controle de companhia aberta brasileira o dever de realização de OPA. A ele deve ser atribuída a responsabilidade pela verificação de se a operação acarreta a obrigatoriedade de realização de OPA no Brasil.
11. Não me parece fazer sentido que caiba ao minoritário investigar em que país está localizado o controle da companhia na qual pretende investir ou já investe no Brasil, estudar sob quais hipóteses se dá a alienação de controle nesse país, para daí utilizar essas informações para análise de adequação do preço das ações dessa companhia, para decidir sobre compra ou venda etc. Não seria inclusive muito mais lógico que, em vez disso, coubesse a quem se interessasse pela aquisição, no exterior, do controle de uma companhia, que verificasse quais as possíveis consequências dessa aquisição, mesmo que o conceito de controle fosse diferente em vários países onde essa companhia tivesse controladas? Não é papel fundamental desta Comissão de Valores Mobiliários a proteção dos minoritários e dos seus interesses? Assim, considero que, se a Lei brasileira determina a prática da OPA quando da transferência de controle, cabe analisar qual o conceito brasileiro de controle, a existência ou não do controle nas mãos do vendedor, esteja ele onde estiver, e a transferência ou não desse controle ao comprador, não interessando onde tenha ocorrido essa operação.

#### **OPA obrigatória por alienação de controle**

12. A OPA obrigatória no caso de alienação de controle de companhia aberta está prevista no art. 254-A da LSA, nos seguintes termos:

"Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade."

13. O §1º do art. 254-A nada esclarece sobre o conceito de controle que deve ser aplicado. A CVM, no §4º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002, estabeleceu como parâmetro para interpretação do que seja controle o disposto no art. 116 da LSA, nos seguintes termos:

"Art. 29.....  
 .....

§4º Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76."

14. Dispõe o art. 116 da LSA:

"Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) 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; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia."

15. Como mencionado pelo Diretor-relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa no voto do Precedente CBD (20), os arts. 116 e 254-A têm finalidades diversas. O art. 116 tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que tal acionista assume. O art. 254-A, por outro lado, pretende conferir a possibilidade de uma "compensação" à quebra de estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários possam alienar suas ações quando essa estabilidade for perturbada e receber parte do prêmio de controle. De fato, ao adquirir ações de uma determinada companhia, o minoritário toma sua decisão com base na estrutura de controle vigente no momento de aquisição. Quando essa estrutura muda e um novo centro de comando emerge, é garantida ao minoritário a possibilidade de se desvincular da companhia caso queira, com essa "compensação".
16. Acrescentou o relator do Precedente CBD que, na definição de alienação de controle contida no §1º do art. 254-A, não se utilizou de qualquer expressão que indique que, para esse fim, o controle está relacionado com o seu exercício, o que indica uma preocupação apenas com o requisito previsto na alínea "a" do art. 116. Dessa forma, não há referência à necessidade do exercício efetivo do poder, exigindo-se tão-somente a propriedade dos valores mobiliários que permitiriam esse exercício.
17. Essa análise parece-nos correta, já que a alínea "b" trata do exercício do controle, necessário para caracterização do acionista controlador, e não da caracterização do controle para fins de OPA.
18. Observe-se que, de acordo com o §1º do art. 254-A, entende-se como alienação de controle, para fins de OPA, a transferência, de forma direta ou indireta, não apenas de ações integrantes do bloco de controle e de ações vinculadas a acordos de acionistas, mas também de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário de uma companhia. Isso significa que a lei assume como transferência de controle uma situação na qual, no momento da operação, o vendedor não tem, ainda, efetivo controle, e, portanto, não pode estar exercendo-o. O adquirente, da mesma forma, também não estaria em condições de imediatamente exercer o controle, mas poderia vir a fazê-lo no futuro. Esse dispositivo, a meu ver, reforça a conclusão de que o requisito previsto na alínea "b" do art. 116 (uso efetivo do poder de controle) não é exigido para a caracterização do controle para fins de OPA.
19. De qualquer forma, note-se que não é questionado aqui que a suposta controladora (Olimpia) era uma acionista atuante, que participava de forma efetiva da vida da Telecom Italia, como pode ser confirmado pela sua participação nos eventos societários, elegendo a maior parte dos seus administradores. Que a Olimpia exercia todos os direitos que possuía, não há dúvidas; a discussão é sobre esses direitos caracterizavam ou não o controle indireto da TIM.

#### **Houve alienação de controle?**

20. Para que se caracterize a obrigatoriedade de realização de OPA, o acionista que está alienando a participação deve ser, no momento da alienação, titular do poder de controle da companhia aberta. Tanto é assim que este Colegiado já decidiu que a aquisição originária de controle não dá ensejo à obrigatoriedade de realização de OPA(21).
21. Antes de verificarmos se Pirelli e Sintonia, sócios titulares de 100% do capital da Olimpia que alienaram a totalidade dessa participação para a Telco, tinham o controle da Telecom Italia, o que constitui o cerne deste processo e, portanto, demanda análise pormenorizada, convém verificarmos se, em restando configurada a existência do controle, teria havido a sua alienação nos moldes do art. 254-A da LSA.
22. Tendo por base o disposto no art. 254-A da LSA e de acordo com os precedentes desta autarquia, são requisitos para a configuração da alienação que dá ensejo à necessidade de realização de OPA(22):
- (a) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa ou grupo diverso do anterior detentor do controle por meio de uma efetiva transferência de ações; e
- (b) que a transferência das ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, não sendo, contudo, imprescindível o pagamento de prêmio ou ágio.
23. Creio que, se partirmos da premissa de que a Olimpia controlava a Telecom Italia diretamente e a TIM Participações indiretamente (o que será discutido adiante), a operação de venda da participação de 100% do capital da Olimpia para a Telco conferiu a titularidade desse poder de controle a pessoa diversa por meio de transferência de ações e, portanto, cumpriu o requisito previsto no item "a", acima. Nesse sentido, conforme consta dos documentos juntados aos autos, a operação foi realizada através da transferência, por meio de compra e venda, de 100% das ações da Olimpia para a Telco, sociedade *holding* formada por grupo de sócios diversos daqueles que tinham 100% do capital da Olimpia.
24. Acredito não haver discordância sobre a caracterização do requisito previsto no item "b". Nesse sentido, de acordo com *press release* divulgado em conjunto por Pirelli e Sintonia em 28.04.2007 e que foi disponibilizado pela TIM Participações por meio do fato relevante de 30.04.2007, o preço provisório da venda de ações da Olimpia foi de cerca de 4,1 bilhões de euros, sendo que o preço definitivo seria determinado pela

diferença entre as 2.407.345.359 ações da Telecom Italia de titularidade da Olimpia, avaliadas por 2,82 euros cada, e a dívida financeira líquida da Olimpia calculada no dia do fechamento do contrato, incluindo dividendos no valor de 337 milhões de euros declarados pela Telecom Italia. O *press release* esclarece, ainda, que a operação ocasionaria um impacto positivo na situação financeira líquida da Pirelli de aproximadamente 3,3 bilhões de euros.

25. Ademais, apesar de não ser necessário à caracterização da alienação de controle para fins do art. 254-A da LSA, observe-se que, conforme informação trazida aos autos pelos Fundos de Investimento e que não foi contestada pela Telco, foi pago prêmio na transferência correspondente a cerca de 40% sobre o valor de mercado das ações.
26. Conclui-se, portanto, que os requisitos do art. 254-A para caracterização da alienação foram cumpridos, restando-nos, portanto, apreciar a premissa prévia de se a Olimpia controlava a Telecom Italia.

#### **A Olimpia controlava indiretamente a Tim Participações?**

27. Com base no art. 116, "a", temos que, para a caracterização do poder de controle, o acionista ou o grupo de acionistas deve, de modo permanente, ter a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e poder eleger a maioria dos administradores da companhia.
28. No caso concreto, os acionistas alienantes - Pirelli e Sintonia - tinham 100% do capital votante da Olimpia e, portanto, não resta dúvida que controlavam diretamente a Olimpia. Resta saber se a Olimpia controlava ou não a Telecom Italia, o que lhe garantiria o controle indireto da TIM Participações.
29. Com base nos critérios para caracterização do controle acima explorados, temos como relevantes as seguintes circunstâncias do caso concreto:
  - i. antes da operação em análise, a Olimpia, com 17,99% das ações com direito a voto, era a principal acionista da Telecom Italia;
  - ii. a Olimpia e a Telco (após a incorporação da Olimpia) elegeram, desde pelo menos 2004, até 2009, conforme documentos constantes dos autos, a grande maioria dos conselheiros da Telecom Italia;
  - iii. a Olimpia, desde 2004, teve a maioria do capital votante presente nas assembleias da Telecom Italia. Na AGO de 2007, contudo, não obteve a maioria, mas 49,94% do capital votante presente. Apesar disso, logrou êxito em eleger a maior parte dos conselheiros naquela assembleia;
  - iv. nas AGOs de 2008 e 2009 situação semelhante à da AGO de 2007 ocorreu, com as ações da Telco provenientes da Olimpia representando 45,56% e 45,20%, respectivamente, do capital votante presente nessas mesmas assembleias. Registre-se, complementarmente, que a Telco contou com outros lotes de ações (decorrentes de conferência de ações ao seu capital e de aquisições posteriores) que, somados, propiciaram-lhe 62,06% e 61,57% do capital votante presente, respectivamente. Novamente em 2008, a Telco elegeu a maior parte dos conselheiros da Telecom Italia;
  - v. a CONSOB não exigiu, até onde seja do nosso conhecimento, a consolidação das demonstrações financeiras da Telecom Italia na Olimpia, na Telco ou em qualquer de seus sócios.

1. É certo então que, até a ocorrência da Operação, a Olimpia teve historicamente a maioria dos votos nas deliberações das assembleias (com exceção da AGO de 2007) e elegeu a maioria dos administradores da companhia. O que se deve questionar é se, com base nesse histórico e na dispersão acionária da companhia, os direitos de sócio de que, à época da Operação, era titular lhe asseguravam o exercício dessas prerrogativas de modo permanente(23).
2. É possível que um determinado acionista faça valer sua vontade, de forma efêmera ou fugaz, em uma assembleia. Essa preponderância momentânea não garante o atendimento ao requisito de permanência previsto no art. 116 e, portanto, a meu ver, não dispararia a OPA. Restanos tentar delimitar, portanto, os contornos desse requisito de permanência.
3. No Precedente CBD, o Diretor-relator menciona que, a seu ver, para que o requisito de permanência no poder seja atendido, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que o acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar, o que apenas ocorre se o acionista tiver 50% mais uma das ações com direito a voto(24). De acordo com essa interpretação, o controle de fato não acarretaria a obrigatoriedade de realização de OPA.
4. Essa interpretação, a meu ver, não merece prosperar. A lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referido à "maioria absoluta" do capital votante da companhia, e não à "maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral". Nesse sentido, Fábio Konder Comparato, ao analisar o art. 116, menciona que "a fórmula legal abrange o chamado controle minoritário, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante"(25).
5. A expressão "de modo permanente" parece indicar a necessidade de continuidade ou ininterrupção para a caracterização do controle (26), mas a lei não determina um prazo mínimo de permanência(27). Fábio Konder Comparato menciona que "a preponderância permanente nas deliberações opõe-se à meramente eventual, isto é, a que depende de fato incerto, para existir", e admite que essa permanência pode ser questionada nas hipóteses de controle minoritário. Acrescenta o autor que "preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos"(28).



6. Na visão do autor, portanto, "de modo permanente" significa que a preponderância nas deliberações sociais depende apenas da vontade do suposto controlador, e não de acontecimentos casuais, imprevistos, que independam da ação do suposto controlador.
7. É claro que essa preponderância, no extremo, apenas é garantida nos casos de controle majoritário, pois nesses casos há impossibilidade fática de o controlador encontrar resistência à sua vontade nas assembleias. Mas essa visão extrema não me parece a melhor interpretação do art. 116 e visivelmente esse também não é o entendimento do Prof. Comparato, já que ele admite que o art. 116 engloba o controle minoritário.
8. Nos casos de alta dispersão acionária e forte absenteísmo, existe uma justa expectativa de que um acionista que tenha menos de 50% mais uma das ações representativas do capital votante da companhia consiga fazer valer sua vontade nas assembleias gerais. Nesse sentido, dadas as circunstâncias do caso concreto e analisando-se o histórico das assembleias da companhia, há forte probabilidade de que o acionista faça valer sua vontade.
9. Observe-se que o critério de probabilidade para caracterização da permanência não é estranho ao ordenamento. O inciso III do art. 183 da LSA, por exemplo, ao estabelecer os critérios para avaliação dos elementos dos ativos, elege, quanto aos investimentos em participação no capital social de outras sociedades, ressalvado o disposto nos artigos 248 a 250, o critério do custo de aquisição, e determina a dedução de provisão para perdas prováveis na realização do seu valor, quando essa perda estiver comprovada como permanente. O Decreto-lei nº 1.598, de 26.12.1977, por sua vez, determina que a perda deve ser entendida como permanente quando de impossível ou improvável recuperação (art. 32).
10. Noutra exemplificação, a LSA, durante 32 anos, desde 1976 até a MP nº 449/2008, manteve a expressão "ativo permanente" para designação de um grupo de ativos. Esse grupo sempre se referiu aos ativos destinados ao uso e à produção de benefícios à empresa pela sua permanência. Em outras palavras, esses ativos propiciam, pelo seu uso, a obtenção de benefícios diretos e indiretos enquanto nessa situação de permanência na entidade, e não pela sua alienação. Não dirigiu o legislador essa classificação restritivamente aos ativos de uso e manutenção perpétuos, mesmo porque inexistentes na vida de qualquer sociedade. A própria CVM vem, por exemplo, obrigando as sociedades que exploram locação de veículos a manter, nesse grupo, a frota constituída por autos utilizados para aluguel que, como regra, são alienados normalmente bem antes de completarem dois anos de utilização. Mas ficam no Imobilizado, subgrupo que ficou, nesse tempo todo, dentro do Ativo Permanente não porque não podem nunca ser baixados, ou só podem sê-lo quando absolutamente exauridos; mas sim porque estão lá cumprindo essa condição de, enquanto mantidos na sociedade, produzirem benefícios pelo seu uso derivado dessa permanência. Ou seja, a palavra "permanente" tem, também nesse caso, essa característica de não representar algo absoluta e totalmente definitivo, perpétuo, mas sim algo que, mesmo que por prazo não longo, tenha certa característica de continuidade.
11. A questão que se coloca, no caso, é se essa característica de preponderância permanente estava presente. Isto é, o controle da Olimpia sobre a Telecom Italia (assim considerado como a obtenção de maioria dos presentes nas assembleias e a capacidade de eleger a maior parte dos administradores) era exercido de forma permanente?
12. A meu ver, não resta dúvida que havia permanência até a AGO de 2007, já que, indiscutivelmente, a Olimpia obteve consistentemente a maioria nas assembleias e elegeu a maior parte dos administradores. Mas, para o desfecho deste processo, é fundamental que o controle seja caracterizado no momento em que a operação foi realizada, ou seja, logo após a AGO de 2007.
13. Na AGO de 2007, apesar de ter eleito a maior parte dos administradores da Telecom Italia, a Olimpia obteve 49,94% do capital presente. Não obteve, portanto, a maioria dos presentes por 0,06%. Esse fato descaracterizaria a permanência do poder?
14. A meu ver, não há como considerarmos que o fato de, em uma assembleia apenas, a Olimpia não ter obtido a maioria dos presentes por apenas 0,06%, seria suficiente para demonstrar a eventualidade desse poder. Tal raciocínio contraria frontalmente os fatos, pois, se olharmos o histórico das assembleias da Telecom Italia, não identificamos uma quebra da preponderância que vem continuamente sendo exercida pela Olimpia/Telco.
15. A verdade é que, como levantado pelo SRE na sua decisão, apesar de ainda não ter havido a divulgação sobre a operação em si, já havia informação no mercado sobre a existência de negociações para a venda da participação da Olimpia na Telecom Italia, o que faz com que a AGO de 2007, de certa forma, seja diferente das demais.
16. Mesmo assim, creio ser relevante reforçar que a Olimpia elegeu a maioria dos conselheiros da Telecom Italia naquela AGO de 2007. Isso mostra que, apesar de ter havido um número maior de acionistas presentes naquele assembleia, se compararmos com o ano anterior, esses acionistas não foram capazes de se organizar de forma a ameaçar o poder que vinha sendo exercido pela Olimpia e que continuou sendo exercido pela Telco. Aliás, nem há notícias trazidas aos autos de que tenham tentado essa organização para fazer com que a Olimpia perdesse seu poder. Por tudo o que consta, a situação, de fato, não mudou, com a Olimpia "dando as cartas" na assembleia geral dos acionistas da Telecom Italia.
17. Um dos argumentos utilizados para defender a eventualidade do poder da Olimpia/Telco seria o fato de a Telco não ter obtido a maioria presente nas assembleias de 2008 e 2009 (e sim 45,56% e 45,20%, respectivamente) se considerarmos apenas as ações da Telco provenientes da Olimpia.
18. Da mesma forma, tais fatos não são suficientes para descaracterizar a permanência. Em primeiro lugar, como já destacado, deve-se lembrar que o que interessa, para o desfecho deste processo, é a situação de poder no momento da operação, e não seus desdobramentos posteriores. De qualquer forma, na prática, ressalte-se que a Telco teve a maioria dos votos presentes nas assembleias da Telecom Italia após a AGO de 2007 se considerarmos toda a sua participação (que teve origem não só da aquisição das ações da Olimpia, mas também da integralização do seu capital com ações e de aquisições no mercado) e elegeu a maioria dos administradores, o que reforça o caráter de continuidade e parece indicar a consolidação de uma preponderância que já vinha sendo exercida pela Olimpia.

#### **Argumentos de Reforço**

19. O poder de controle pressupõe o comando e a possibilidade de determinação do rumo dos negócios sociais. Como já explorado acima, a lei adotou, como critério para caracterização desse fenômeno, o fato de o acionista ter, de modo permanente, a maioria dos votos nas assembleias e o poder de eleger a maioria dos administradores. E, para a caracterização da alienação desse poder, são parâmetros a onerosidade da alienação e a conferência do poder para um terceiro por meio de uma efetiva transferência de ações.
20. Há algumas circunstâncias deste caso que, apesar de não serem determinantes para a sua conclusão, uma vez que não se referem diretamente aos critérios para caracterização do controle ou de sua alienação, acima mencionados, devem ser levadas em consideração como reforço para a solução ora adotada, justamente por constituírem fortes indícios da existência ou da inexistência da situação de comando dos negócios sociais que é típica do poder de controle.
21. A meu ver, como será melhor explicitado a seguir, o cotejo dessas circunstâncias apenas confirma a conclusão acima: a Olimpia efetivamente controlava a Telecom Italia (e, portanto, controlava indiretamente a TIM Participações) e transferiu esse controle para a Telco, que ainda a

controla.

22. Nesse sentido, as seguintes circunstâncias, a meu ver, enfraquecem a tese de que a Olimpia controlava a Telecom Italia e, indiretamente, a TIM Participações, mas não são suficientes para descaracterizar o poder de controle, como será explorado adiante:

(i) a CONSOB não determinou a consolidação das demonstrações financeiras:

O fato de a CONSOB não ter determinado a consolidação das demonstrações da Telecom Italia na Olimpia parece demonstrar que, no entendimento da autoridade italiana, não havia controle.

Pelo que temos conhecimento, a CONSOB continua não exigindo a consolidação das demonstrações financeiras da Telecom Italia na Telco ou em qualquer de seus acionistas; ou seja, mesmo após as AGOs de 2008 e 2009 e as aquisições posteriores de ações da Telecom Italia pela Telco, presume-se que a CONSOB continua entendendo que não há controle.

(ii) a Telco é holding instrumental e não é controlada pela Telefónica:

Foi alegado que a Telco é uma sociedade *holding* que tem como único propósito a participação no capital social da Telecom Italia e, por isso, a participação de cada um dos acionistas da Telco deve ser considerada de forma individual.

A independência dos acionistas da Telco seria confirmada por diversos dispositivos do Acordo de Acionistas e do Estatuto Social. Os acionistas indicam proporcionalmente à sua participação os conselheiros da Telco, bem como os candidatos que comporão a lista apresentada para o Conselho de Administração da Telecom Italia. Adicionalmente, em alguns casos de impasse, o acionista dissidente poderá requerer a cisão parcial da Telco. Foi também acordado que a Telco poderá ser cindida caso solicitado por um ou mais acionistas no prazo de seis meses antes do término do Acordo de Acionistas, que tem prazo de três anos.

Alegou-se, ainda, que a Telefónica, acionista que tem a maior participação votante na Telco, não é controladora da Telco, pois tem 42,3% do capital votante e elege apenas quatro dos seus dez conselheiros. A Telefónica sozinha não consegue aprovar as deliberações dos acionistas da Telco e os conselheiros por ela indicados não conseguem aprovar sozinhos as decisões do Conselho de Administração. A impossibilidade de a Telefónica controlar a Telco estaria ainda demonstrada pelo fato de que algumas matérias reservadas exigem a aprovação de pelo menos 75% do capital social da Telco ou 65% do capital social, assim como pelo fato de que, no que se refere às reuniões do Conselho de Administração da Telco, algumas matérias exigem a aprovação de sete conselheiros. Como não controla a Telco, conclui-se que a Telefónica não poderia controlar indiretamente a Telecom Italia.

Por fim, alegou-se que as partes assumiram no Acordo de Acionistas da Telco que os grupos Telefónica e Telecom Italia serão administrados de forma autônoma e independente.

23. Por outro lado, ajudam a corroborar a tese que a Olimpia controlava a Telecom Italia e, indiretamente, a TIM Participações:

(i) não é necessário que a CONSOB determine a consolidação para que exista a figura do controlador na Telco (ou mesmo na Telefónica):

No que se refere à ausência de determinação, pela CONSOB, de consolidação das demonstrações financeiras da Telecom Italia e da Olimpia, creio que esse fato não deve ser definitivo para indicação de que não havia relação de controle entre as companhias.

A consolidação pode ser uma consequência da existência da relação de controle, mas o fato de não ter sido determinada pela CONSOB não significa que não havia controle. No Brasil, por exemplo, de acordo com o parágrafo único do art. 249 da LSA, a CVM pode determinar a consolidação ainda quando não há controle e autorizar a exclusão de controlada da consolidação.

É claro que a decisão da CONSOB oferece uma indicação de que, ao analisar a situação do ponto de vista da legislação italiana, a CONSOB não vislumbrou a caracterização de controle naquele momento, para fins de consolidação de demonstrações financeiras, mas creio que essa análise não nos vincula de qualquer forma, ainda mais se considerarmos que nossa análise deve ser feita com base na legislação brasileira.

Creio ser importante destacar, ainda, que acredito não ser possível tomarmos a análise realizada pela CONSOB como definitiva. O foco da análise da CONSOB foi a determinação da necessidade ou não de consolidação das demonstrações financeiras. A questão não foi analisada para determinação da obrigatoriedade ou não de realização de OPA, o que, por envolver a proteção de acionistas minoritários, poderia demandar a verificação de aspectos diferentes.

É importante, ainda, mencionar que, de acordo com as normas internacionais de contabilidade, a consolidação deve ocorrer nos casos em que há controle e o controle é entendido como sendo "o poder de determinação das políticas financeiras e operacionais de uma entidade a fim de obter benefícios dessas atividades" [*"the power to govern the financial and operating policies of an entity so as to obtain benefits from its activities"*].

São admitidos dois critérios para determinação da existência de controle para fins de consolidação: (i) o poder de controle, garantido por disposição legal ou arranjos contratuais, ou (ii) o controle de fato, caracterizado nos casos em que, apesar o acionista ser titular de participação minoritária, na prática, dadas as circunstâncias do caso concreto, controla a entidade.

O IASB deixa para as empresas a decisão sobre qual dos dois critérios adotar. Dessa forma, o fato de uma companhia não consolidar uma investida não significa que não há controle de fato, uma vez que o critério adotado, no caso, pode ser o do poder de controle, garantido por disposição legal ou arranjos contratuais, o que reforça a conclusão de que a ausência de consolidação, se oferece indício da inexistência de controle, não pode ser considerada como fator determinante dessa inexistência.

(ii) as participações dos acionistas da Telco não podem ser consideradas individualmente:

A verificação da estrutura de controle da Telecom Italia após a operação não é essencial para o desfecho deste caso. Para fins de aplicação do art. 254-A, importa verificar se, no momento da operação, a Olimpia controlava a Telecom Italia e se esse controle foi alienado.

Contudo, ao analisar, a título de reforço dos argumentos, a estrutura do poder de controle após a operação, não há como desconsiderar a existência da Telco e tratar as participações dos seus acionistas na Telecom Italia como se a Telco não existisse.

Ao constituírem a Telco com o propósito de participar no capital social da Telecom Italia, os acionistas alinharam seus interesses na Telco. Portanto, é a participação da Telco na Telecom Italia que deve ser verificada. Os próprios acionistas da Telco reconhecem que as suas participações na Telco podem ser consideradas em conjunto, ao terem declarado, no Acordo de Acionistas, que não possuem quaisquer participações diretas ou indiretas na Telecom Italia que, se consideradas em conjunto com a participação da Telco, pudessem exceder o limite de 30%, a partir do qual haveria a obrigação de realização de OPA na Itália. Da mesma forma, os acionistas se obrigam a não adquirir qualquer

participação adicional que pudesse ultrapassar esse limite.

Mesmo que a administração dos grupos Telefónica e Telecom Italia seja, de fato, conduzida de forma independente e autônoma, há que se reconhecer a influência da Telefónica na Telco e da Telco na Telecom Italia. Os próprios acionistas reconhecem, no Acordo de Acionistas, que a participação na Telecom Italia é relevante para a Telefónica e que as partes devem conduzir qualquer iniciativa estratégica entre os dois grupos de forma favorável, respeitadas a autonomia e a independência. Além disso, a Telefónica tem o direito de se retirar da Telco, através de uma cisão parcial, caso a Telecom Italia venda ativos relevantes ou celebre aliança estratégica com outro operador da área de telecomunicações.

E mais, a Telefónica possui prerrogativas diferenciadas no Acordo de Acionistas, como uma opção de compra da participação da Telco na Telecom Italia no caso de discordar de decisão de alienação ou constituição de ônus sobre as ações da Telecom Italia.

(iii) o pagamento de prêmio na aquisição das ações da Olimpia :

De acordo com informação trazida aos autos pelos Fundos de Investimento, e não contestada pela Telco, a Telco pagou um prêmio de cerca de 40% sobre o valor de mercado das ações.

Como mencionado pelo ex-Presidente Marcelo Trindade em voto no Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/7230 (29), o pagamento de prêmio não é indicador suficiente a caracterizar uma alienação de controle, já que também é comum em aquisições de participações estratégicas ou minoritárias relevantes.

Contudo, o pagamento de prêmio de cerca de 40% sobre o valor de mercado por uma participação minoritária de apenas 18% do capital votante confirma a inegável relevância dessa participação dentro do contexto da Telecom Italia (uma companhia aberta com alta dispersão acionária e grande absenteísmo nas assembleias), participação essa que permitiu à Olimpia e continua permitindo à Telco a indicação da maioria dos conselheiros.

(iv) ANATEL:

A ANATEL entendeu que a Olimpia controlava a Telecom Italia e que esse controle foi transferido para a Telco e, em última instância, para a Telefónica. Apesar de ter aprovado a realização da operação, a ANATEL impôs diversas restrições ao exercício desse poder de controle pela Telefónica no que se refere à operação do grupo Telecom Italia no Brasil.

A ANATEL analisou a questão do ponto de vista da regulamentação do setor de telecomunicações e sabemos que não existe uma correspondência plena entre essa regulamentação e os preceitos da legislação societária e que a decisão daquela entidade reguladora não vincula esta CVM. Entretanto, não há como ignorar que, ao apreciar o caso, a ANATEL vislumbrou um poder de comando efetivo da Olimpia e, posteriormente, da Telefónica, na Telecom Italia e nas suas empresas controladas brasileiras, e considerou que esse poder poderia afetar o mercado de telecomunicações, tanto que optou por restringir o seu exercício.

(v) verificação pelas autoridades de defesa da concorrência:

A operação está ainda sob análise do CADE, para verificação da necessidade de adoção de medidas para proteção da defesa da concorrência no Brasil.

De acordo com notícias divulgadas nos jornais nos últimos meses, a operação também está sendo objeto de investigação pelas autoridades de defesa da concorrência na Argentina. As autoridades teriam ordenado à Telecom Italia que cessasse o exercício de seus direitos de voto na Telecom Argentina enquanto perdura a investigação sobre a operação. Está sendo verificado o risco de monopólio, em razão de a Telefónica controlar a Telefónica de Argentina, maior companhia telefônica do país.

24. Ressalto que não considero, como alegado pelos Requerentes, que a alteração do estatuto social da Telco para retirar a referência a "coordenação e controle" seja argumento a favor da caracterização do controle. Parece-me plenamente plausível a justificativa apresentada pela Telco e contida na ata da assembleia que aprovou a mudança estatutária no sentido de que tal mudança teve por objetivo adequar o estatuto da companhia após a incorporação da Olimpia. Além disso, como observado pela Telco, a simples expressão "coordenação e controle" não teria o condão de determinar uma situação de controle, assim como a sua supressão não eliminaria um controle porventura existente.

**Conclusão**

25. Em suma, concluo que:

- i. na época da realização da operação, a Olimpia controlava a Telecom Italia diretamente e a TIM Participações indiretamente, de acordo com o disposto na legislação brasileira, pois consistentemente obteve a maioria dos votos presentes nas assembleias gerais da Telecom Italia e elegeu a maioria de seus administradores. Ao analisarmos o histórico das assembleias da Telecom Italia, vemos que o fato de a Olimpia não ter obtido a maioria dos votos presentes na AGO de 2007 por 0,06% dos votos não descaracterizou o caráter de permanência desse poder;
- ii. as circunstâncias apontadas como indicadoras da inexistência de controle não parecem ser suficientes. O fato de a CONSOB não ter determinado a consolidação das demonstrações financeiras não significa que não havia controle. A consolidação pode ser uma consequência da existência da relação de controle, mas não necessariamente. Adicionalmente, não podemos desconsiderar a existência da Telco para tratar as participações de cada um dos seus acionistas individualmente. Ao constituírem a Telco, alinharam seus interesses para fins de participação da Telecom Italia e devem ser considerados em conjunto;
- iii. por outro lado, algumas circunstâncias não determinantes, mas indicativas da existência de controle e de sua alienação, ajudam a reforçar a conclusão de que havia o controle, tais como o pagamento de prêmio relevante para a aquisição de participação minoritária e o fato de a ANATEL ter, em suas investigações, verificado a existência de transferência de controle, tanto que criou diversas restrições ao exercício desse controle pela Telefónica;
- iv. restou caracterizado o controle da Telecom Italia pela Olimpia, ficando claro que tal controle foi alienado para a Telco, terceiro que adquiriu 100% do capital social da Olimpia por meio de transferência onerosa de ações. O controle indireto da TIM Participações foi, portanto, igualmente alienado.

26. Tendo em vista o exposto acima, voto no sentido de manter a decisão do SRE no sentido da obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações de emissão da TIM Participações pela Telco, como requisito para a alienação indireta do controle da Companhia, nos termos

do art. 254-A da LSA.

27. Por fim, recomendo que a decisão deste Colegiado seja imediatamente informada à CONSOB, conforme solicitado por aquela entidade.

Rio de Janeiro, 15 de julho de 2009

Eliseu Martins  
Diretor-relator

(1) Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/14344 apenso.

(2) "Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o *caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*.

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle."

(3) As remissões se referem ao Processo nº RJ2007/141344, exceto nos casos em que dito expressamente de forma diversa.

(4) Os fatos relatados foram obtidos (i) no formulário de informações anuais (IAN) da TIM Participações de 31.12.2007 (reapresentado em 26.03.2009); (ii) no formulário anual relativo ao ano de 2006 apresentado à Securities Exchange Commission (*Form 20F*) pela Telecom Italia (disponível em <http://www.telecomitalia.it/TIPortale/docs/investor/Form20F2006.pdf>); (iii) no formulário anual relativo ao ano de 2007 apresentado à Securities Exchange Commission (*Form 20F*) pela Telecom Itália (disponível em <http://www.telecomitalia.it/TIPortale/docs/investor/Form20F2007.pdf>); (iv) no balanço da Telecom Italia de 31.12.2008 (disponível em [http://www.telecomitalia.it/TIPortale/docs/investor/RELAZIONE\\_DEPOSITO\\_2008.pdf](http://www.telecomitalia.it/TIPortale/docs/investor/RELAZIONE_DEPOSITO_2008.pdf)); (v) nos esclarecimentos prestados pela TIM Participações em correspondência protocolada nesta autarquia em 16.07.2007 (fls. 134-139); (vi) em expediente de 13.03.2008 enviado pela CONSOB a esta autarquia (fls. 316-321); (vii) nas minutas de *By-laws, Co-Investment Agreement e Shareholders' Agreement* anexas ao Fato Relevante de 07.05.2007 divulgado pela Telefónica S.A.; (viii) no Estatuto Social da Telco (fls. 266-289 do Processo nº RJ2009/1956); (ix) no Acordo de Acionistas da Telco, de 28.04.2007, e respectivo aditivo, de 19.11.2007 (fls. 291-324 do Processo nº RJ2009/1956); e (x) informações sobre as assembleias da Telecom Italia disponíveis no sítio da companhia na rede mundial de computadores ([www.telecomitalia.com](http://www.telecomitalia.com)).

(5) Disponível no Form 20F da Telecom Italia de 2006 (pág. 186).

(6) O item 1.2 do Acordo de Acionistas prevê que, no caso de impasses em algumas matérias específicas no Conselho de Administração e na Assembleia de Acionistas que exigem maioria qualificada para aprovação, não resolvidos por solução amigável, a aprovação das matérias ocorrerá por maioria simples, mas o acionista discordante poderá requerer a cisão da Telco. O item 11 prevê a possibilidade de qualquer acionista da Telco solicitar a cisão da companhia seis meses antes do termo final do Acordo de Acionistas (que tem prazo de duração de 3 anos).

(7) O acordo de acionistas da Olimpia foi celebrado em 07.08.2001 e aditado em 14.09.2001 e em 13.02.2002. Esse acordo foi extinto por ocasião da celebração da Operação (fls. 15-31).

(8) "Art. 11. As organizações destinadas a fins de interesse coletivo, como as sociedades e as fundações, obedecem à lei do Estado em que se constituírem."

(9) "Art. 9º Para qualificar e reger as obrigações, aplicar-se-á a lei do país em que se constituírem.

§ 1º Destinando-se a obrigação a ser executada no Brasil e dependendo de forma essencial, será esta observada, admitidas as peculiaridades da lei estrangeira quanto aos requisitos extrínsecos do ato.

§ 2º A obrigação resultante do contrato reputa-se constituída no lugar em que residir o proponente."

(10) "Art. 120. A assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação."

(11) "Such criteria can be summarised as follows:

- the stake sufficient to exercise a 'dominant influence' varies depending on the level of dispersion of the share capital and on the lack of activism of minority shareholders, in particular on their lack of participation to the shareholders' meetings;

- in order to ascertain the existence of 'de facto' control, it is necessary to assess that the exercise of the dominant influence does not occur on an occasional basis, due to contingent events or to the dominance of a meeting based on fortuitous events; it is necessary that the influence occurs on a

legally stable basis;

- this stability should be detected by analysis of the behaviour of the shareholders in a reasonably significant number of general shareholders' meetings, not necessarily held after the acquisition by the would be controller of the relevant stake;
- the shareholders meeting to be taken into account should be the mostly relevant to the company life (e.g.: approval of financial statements, appointment of board members);
- the average number of attending shareholders should be also taken into account; however, the analysis of previous meetings cannot help in the assessment in case of significant changing in the shareholdings, such as those usually recorded following extraordinary corporate events like mergers;
- in the case of an extraordinary corporate event, it should be considered whether or not changes were recorded in the shareholdings of more than 2% as well as in the floating capital of the listed company".

[\[12\]](#) Segundo Resumo Mensal de Negociações emitido pela BOVESPA, a cotação de fechamento das ações ordinárias de emissão da TIM Participações foi de R\$ 5,31 por ação em 21.01.2009 e R\$ 6,90 em 22.01.2009.

[\[13\]](#) O respectivo trecho da manifestação da CONSOB diz: "In order to decide whether the shareholding presently hold by Telco (equal to 23,595% of the capital) entails a "de facto" control pursuant Art. 2359, para. 1 no. 2 of the Civil Code, referred to be Art. 93, para. 1 of TUF (on the basis of a number of voting rights sufficient to exercise a dominant influence over the ordinary shareholders' meeting of Telecom) it is necessary to wait until Telecom will hold the shareholders' meeting for the approval of the financial statements at December 31, 2007."

[\[14\]](#) "Consob assessments on whether or not Olimpia has exercised 'de facto' control over Telecom were based on the definition of control provided for under art. 93 of Legislative Decree No. 58/98 (hereinafter "TUF") and art. 26 of Legislative Decree No. 127/91..."

[\[15\]](#) "In order to decide whether the shareholding presently hold by Telco (equal to 23,595% of the capital) entails a 'de facto' control pursuant Art. 2359, para. 1 no. 2 of the Civil Code, referred to be Art. 93, para. 1 of TUF (on the basis of a number of voting rights sufficient to exercise a dominant influence over the ordinary shareholders' meeting of Telecom) it is necessary to wait until Telecom will hold the shareholders' meeting for the approval of the financial statements at December 31, 2007."

[\[16\]](#) O patrono da Telco manifestou-se nos autos sobre a referida alteração de objeto social no seguinte sentido (fls. 263 do Processo nº RJ2009/1956):

"Em 31 de março de 2009 (por meio da Assembléia Geral de acionistas acima referida), os artigos 3 (Objeto Social) e 10 (Competência da Assembléia Geral de Acionistas) do Estatuto Social da Telco foram aditados, com o propósito específico de serem eliminadas as referências originalmente feitas à "administração e coordenação de sociedades controladas" (*direzione e coordinamento delle società controllate*).

Nos termos da Lei Italiana, uma companhia sujeita "a administração e coordenação" de uma outra sociedade, deverá cumprir determinados procedimentos de divulgação de informações. A "administração e a coordenação" são presumidas no caso de uma companhia ser controlada por outra, ou ter suas contas consolidadas com as contas de outra companhia. Tal presunção poderá ser sempre contestada, comprovando-se que a "administração e coordenação" não são de fato exercidas/verificadas.

Referências à "*direzione e coordinamento*" originalmente previstas no Estatuto Social da Telco, integravam cláusulas padrão e típicas, ali inseridas sem qualquer propósito específico. Na verdade, tais dispositivos não foram jamais aplicáveis no caso da Telco, tendo em vista que a Olimpia foi incorporada à Telco pouco tempo após a aquisição do seu controle acionário. Desta forma, entenderam por bem os acionistas da Telco eliminar a referida expressão do seu Estatuto Social."

[\[17\]](#) "Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária."

[\[18\]](#) Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/14344 apenso.

[\[19\]](#) Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/6209, julgado em 25.09.2006.

[\[20\]](#) Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/4069, julgado em 11.04.2006.

[\[21\]](#) Processo Administrativo CVM nº RJ2007/14099, julgado em 29.01.2008. Observe-se que, conforme já mencionado, no Precedente Arcelor-Mittal, a obrigatoriedade de realização da OPA foi determinada em razão de disposição expressa no Estatuto Social da Arcelor Brasil nesse sentido.

[\[22\]](#) Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/7658, julgado em 11.04.2007; Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/7230, julgado em 11.07.2007; Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/14099, julgado em 29.01.2008; Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/4156, julgado em 17.06.2008; e Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/0471, julgado em 03.03.2009.

[\[23\]](#) Observe-se que, ao analisar a possibilidade de os titulares de ações preferenciais com direito a voto em razão do não pagamento de dividendos participarem de OPA, Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa contestam a necessidade de permanência para caracterização do controle para fins do art. 254-A, conforme se depreende do seguinte texto: "No regime anterior, a R. 401/76 estabelecia, em seu item II, que se deveria entender por alienação do controle o negócio pelo qual o acionista controlador transfere o poder de controle mediante venda ou permuta de ações de sua propriedade que lhe assegura, *de modo permanente*, a maioria dos votos nas deliberações sociais. Daí se ter entendido que o voto do preferencialista, na hipótese de não pagamento de dividendos, seria um voto eventual, não podendo ensejar situação de controle. Tal orientação não mais pode prevalecer, uma vez que o art. 254-A não faz qualquer menção a controle exercido de modo permanente para o efeito de caracterizar a alienação de controle acionário" (*A Nova Lei das S/A*, São Paulo: Saraiva, 2002, p. 392; grifou-se).

[\[24\]](#) Nesse sentido, Fran Martins diz o seguinte: "A lei, no nosso modo de entender, não considera o controle da sociedade por uma minoria ativa pois exige, para a caracterização do acionista controlador, a

maioria de votos, *em caráter permanente*, nas deliberações sociais. Ora, em se tratando de ações largamente disseminadas, em que a maioria de votos

na assembleia pode ser conseguida por um número mínimo de votos, nem por isso se tem, *em caráter permanente*, a certeza de que, com esse número reduzido de votos, se obterá a maioria nas deliberações das assembleias gerais. Pode acontecer que grupos adversários, em trabalho persistente, consigam procurações de acionistas que se encontram em lugares distanciados e, nas assembleias, o grupo que se acreditava ser majoritário ser derrotado. Ao dispor a lei que deve ser assegurada, de modo *permanente*, a maioria dos votos nas assembleias gerais, implicitamente se compreende que os votos do acionista controlador, em virtude daquele caráter permanente, devem representar a maioria do capital votante já que, se assim não acontecer, não se terá a segurança permanente que a lei requer. Parece-nos, por isso, que a lei foi infeliz ao exigir que só seja considerado como controlador – e assim passível da reparação dos danos causados por atos praticados com abuso de poder – o acionista que possua direito de voto que assegure, *de modo permanente*, a eleição da maioria dos administradores e a aprovação das deliberações da assembleia geral" (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 2, Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 93).

[\(25\)](#) *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª edição, Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1983, p. 64. Em sentido semelhante, Nelson Eizirik menciona que "o legislador optou por não exigir a propriedade de percentual mínimo de ações votantes para caracterizar a figura do acionista controlador. Assim, deve ser examinada cada situação particular para que possa ser detectado quem é o titular do controle acionário" (*Temas de Direito Societário*, Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 233) e, da mesma forma, em obra conjunta com Modesto Carvalhosa (op. cit., p. 394).

[\(26\)](#) A LSA utiliza, em outras oportunidades, o vocábulo "permanente" como indicação de continuidade, tais como (i) nos art. 161, *caput* e §2º, 208, §1º, 240 e 277, ao tratar do Conselho Fiscal, diferenciando o conselho de funcionamento permanente daquele instalado a pedido de acionistas; (ii) no art. 177, ao determinar que a escrituração da companhia será mantida em registros permanentes; e (iii) no inciso III do art. 179, ao tratar os investimentos como "as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade da companhia ou da empresa".

[\(27\)](#) Observa-se que a revogada Resolução CMN nº 401, de 22.12.1976, admitia expressamente que o art. 116 da LSA englobava as hipóteses de controle minoritário e estabelecia como parâmetro para a caracterização do controle a maioria absoluta dos votos presentes nas três últimas Assembleias Gerais, nos seguintes termos: "IV - Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o 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 Assembleias Gerais da companhia."

[\(28\)](#) Op. cit, p. 66.

[\(29\)](#) Data de julgamento: 11.07.2007.