

DECLARAÇÃO DE VOTO DA PRESIDENTE MARIA HELENA SANTANA

Processo Administrativo CVM RJ 2009/1956

(Reg. Col. 6360/2009)

Interessados: 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

O presente caso trata de decisão do SRE 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 seu controle.

Tendo em vista que tal alienação se deu no âmbito de sociedade italiana, a decisão deste processo passa por abordar, inicialmente, duas questões. A primeira diz respeito à lei aplicável para avaliar se houve ou não venda de controle e, a outra, se de acordo com essa legislação aplicável havia ou não o controle nas mãos de quem o vendeu. Só depois de tratar dessas questões é que poderemos passar a considerar a admissibilidade de OPA por alienação de controle de fato, pois tal somente será relevante caso se conclua que houve alienação de controle.

I – Lei Aplicável para Definição de Controle

1.1 O voto do Diretor Relator apresentou argumentos consistentes para manter a decisão do Superintendente de Registro de Valores Mobiliários. No entanto, como passarei a expor brevemente, tenho uma visão diferente sobre esta matéria.

1.2 Embora o Diretor Relator tenha razão ao afastar o caso Arcelor-Mittal como precedente, pelo fato de a OPA então ter sido decorrente de disposição estatutária e não propriamente da lei, naquele caso foi analisada, assim como neste o será, a aplicação da lei no espaço.

1.3 Àquela ocasião, foi decisão unânime do Colegiado de que era aplicável a lei de Luxemburgo para aferir se a participação acionária então adquirida constituía ou não participação de controle societário.

1.5 Isso porque, a Lei de Introdução ao Código Civil (LICC) possui em seu art. 11 [\(1\)](#) regra de que as sociedades obedecem à lei do Estado em que se constituírem. Adicionalmente, a LICC estabelece em seu art. 9º [\(2\)](#) que as obrigações são regidas pela lei do País em que forem constituídas.

1.6 Isto posto, entendo que pelas normas de direito internacional privado, a OPA por alienação indireta de controle da TIM Participações se regerá pela lei brasileira (art. 9º) caso, de acordo com a lei italiana, tenha havido alienação de controle na operação de que se trata.

1.7 Cumpre notar ainda que o regime que está refletido no art. 11 da LICC não parece ser dispositivo apenas aplicado no Brasil, ao contrário. Digo isso porque a própria Diretiva Européia que regula as OPA possui regra de todo semelhante aos arts. 9 e 11 de nossa LICC.

1.8 Com efeito, a primeira parte da alínea 'e' do item 2 do art. 4º da Diretiva estabelece que as regras a respeito da OPA propriamente serão tratadas de acordo com as regras do Estado-Membro competente:

"Nos casos referidos nas alíneas b) e c), as questões relacionadas com a contrapartida proposta no caso de uma oferta, e em particular o preço, assim como as questões relacionadas com o processamento da oferta, em especial a informação sobre a decisão do oferente de lançar uma oferta, o conteúdo do documento relativo à oferta e a divulgação da oferta, serão tratadas de acordo com as regras do Estado-Membro da autoridade competente.(...)"

1.9 A segunda parte daquela mesma alínea estabelece que, em questões como a percentagem de direitos de voto que confere o controle, as regras aplicáveis são as do Estado-Membro em que se situa a sede da sociedade:

"(...)No que respeita às questões relacionadas com a informação aos trabalhadores da sociedade visada e às questões relacionadas com o direito das sociedades, em particular a percentagem de direitos de voto que confere o controlo e qualquer derrogação à obrigação de lançar uma oferta, assim como as condições em que o órgão de administração da sociedade visada pode empreender qualquer acção susceptível de conduzir ao fracasso da oferta, as regras aplicáveis e a autoridade competente são as do Estado-Membro em que se situa a sede da sociedade visada."

1.10 Ou seja, assim como nossa LICC, a Diretiva Européia, ao tratar de casos em que a OPA for exigível em um país, mas relativa a sociedade situada em outro, estabeleceu que a OPA será regida pelo país em que houver a obrigação de realizar a OPA (equivalente ao nosso art. 9º, que faz incidir o art. 254-A da Lei das S.A.), mas que a aferição quanto à participação que será considerada controle se dará pela legislação do país em que estiver a sede da sociedade cujas ações são objeto de oferta.

1.11 Desta forma, assim como entendo que pode ocorrer no Brasil, à luz da LICC e diante de uma operação de venda de controle ocorrida no exterior, na Comunidade Européia os destinatários de uma OPA ficam sujeitos à legislação de outro país, aquele onde for sediada a respectiva sociedade, para fins de conceituação do que é considerado controle. E essa definição é que irá determinar se haverá ou não OPA em um caso concreto.

1.12 Naturalmente, a legislação da Comunidade Européia não possui aplicação em nosso país. Trago-a somente para ilustrar que o que entendo como aplicação da nossa LICC é semelhante ao que se aplica naquela Comunidade.

1.13 Em poucas palavras, sempre que houver conflito de normas no espaço como o que se coloca neste processo, teremos que respeitar o art. 11 da LICC, aplicando a lei do país onde se localize a sede da companhia que for acionista da companhia brasileira para confirmar se de fato podemos tratá-la como controladora, para fins do art. 254-A.

1.14 Isto posto, é de acordo com a lei vigente na Itália que se deve avaliar se a participação acionária da Olimpia adquirida pelos investidores Assicurazioni Generali S.p.A., Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A. e Telefónica S.A. ("Investidores") era ou não participação de controle. E isso me parece, ademais, bastante lógico e fiel à realidade. Afinal, é naquela jurisdição que está situada a Telecom Italia ("TI"), companhia na qual os acionistas vendedores detinham a participação acionária relevante objeto de

discussão. Se aquela participação representava de direito ou de fato o controle acionário, isso se dava concretamente na sede da companhia.

II – Houve Alienação de Controle?

2.2 Entendo que o foco desta discussão deveria ser não o conceito – e sua existência concreta no caso – de controle de fato, do Código Civil italiano, e sim o conceito de controle existente na legislação italiana para efeito da obrigação de realização de OPA por mudança de controle.

2.3 Isto porque a Diretiva Européia 2004/25/CE, que fundamentou a lei italiana de OPA, visa a justamente regular os direitos dos acionistas na troca de controle de uma sociedade. Essa é, expressamente, uma de suas finalidades e pressupostos, cujos termos transcrevo:

"(9) Os Estados-Membros deverão tomar todas as medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança de controlo das sociedades (...)".

2.4 A Diretiva Européia não trouxe definição de controle societário, tendo aquela definição ficado a cargo dos Estados-Membros, como dito anteriormente⁽³⁾. A CONSOB, por sua vez, informou à CVM que pela lei italiana a OPA somente seria obrigatória quando da aquisição de mais de 30% do capital votante⁽⁴⁾. Ou seja, as normas que incorporaram a Diretiva à legislação italiana definiram o percentual de 30%, estabelecendo, portanto, uma presunção legal de que tal participação acionária é de controle, para o efeito de gerar a obrigação da OPA para o adquirente.

2.5 Ora, se o percentual de 30% não foi atingido, se as ações da Olimpia adquiridas pelos Investidores representavam 17,99% do capital da Telecom Italia, vejo que seria necessário concluir que, pela legislação italiana, as ações da Olimpia não seriam consideradas ações de controle, para os efeitos da discussão de que trata este processo – o direito dos acionistas de receberem uma oferta de aquisição por venda de controle.

2.6 Mesmo tendo pessoalmente tal entendimento, creio que é preciso lidar com a discussão sobre se houve ou não a venda do controle de fato da TI, a partir da venda da Olimpia aos adquirentes. E a SRE, a esse respeito, consultou a CONSOB.

2.7 A CONSOB esclareceu que avaliou se Olimpia, pela lei italiana, exercia o controle de fato da Telecom Itália desde 2005, tendo informado que até 2007, ano em que se deu a Operação, não poderia concluir que Olimpia era controladora de fato da Telecom Italia.

2.8 Um dos principais fatores que levaram a CONSOB a assim concluir foi a circunstância de Olimpia ter representado 49,94% das ações então presentes à Assembléia Geral da Telecom Italia de 2007. Para a CONSOB, o histórico verificado até 2007 não era suficiente para a caracterização do exercício do controle de fato da companhia pela Olimpia e, portanto, seria importante aguardar a assembléia do ano seguinte para então verificar se, após a Operação, as circunstâncias factuais permitiriam ou não identificar a Telco como controladora de fato.

2.9 Para concluir dessa forma, a CONSOB avaliou o caso concreto segundo balizas que enunciou em sua manifestação, conforme citado no Relatório do Diretor Relator:

"33. A CONSOB informou que em 2003 adotou alguns critérios gerais para identificar o controle de fato, os quais são resumidos abaixo⁽⁵⁾:

- 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 assembleia 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 assembleia, não necessariamente após a aquisição pelo suposto controlador da parcela significativa do capital;
- iv. as assembleia 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 assembleia 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."

2.10 Faço referência a tais balizadores utilizados pelo regulador italiano porque, na aplicação de um conceito como o controle de fato, ou controle minoritário, me parece realmente fundamental que haja critérios que permitam a todos os participantes do mercado também fazerem a mesma avaliação em bases permanentes. O controle minoritário, embora me pareça que seja um fato da vida, uma realidade, pode ser extremamente difícil de definir a priori. Por isso é tão importante o balizamento dado pelo responsável pela aplicação do conceito, no caso a CONSOB, para garantir a necessária segurança jurídica à situação.

2.11 Considerando, portanto, os critérios que enunciou e que, a rigor, tem utilizado desde então para decidir sobre outros efeitos da existência ou não do controle de fato da Telco na TI - como é o caso da obrigação ou não de consolidar a TI em suas demonstrações financeiras -, a CONSOB deu sua opinião sobre os fatos caracterizarem ou não o controle de fato. E ela não julgou que era possível caracterizar o exercício do controle de fato naquele momento⁽⁶⁾.

2.12 E, analisando as assembleias seguintes, de 2008 e 2009, creio que a circunstância que levou a CONSOB a informar que até 2007 a

Olimpia não poderia ser considerada controladora de fato não se modificou, pois a participação oriunda da Olimpia representou 45,56% e 45,20% dos votos presentes a tais assembléias. A Telco somente atingiu percentual superior a 50% se consideradas não só as ações provenientes da Olimpia, mas também aquelas relativas à contribuição realizada ao capital de Telco por outros acionistas, conforme informa o item 17 do relatório apresentado pelo Diretor Relator⁽⁷⁾.

2.13 Por essa razão, seja pela lei italiana de OPA, como entendo que seria o correto, seja pela existência do controle de fato previsto na lei italiana, conforme avaliada pela CONSOB, vejo que se deve concluir que a participação de Olímpia adquirida pela Telefonica e demais investidores não pode ser considerada participação de controle e, portanto, não torna obrigatória a realização, no Brasil, de oferta pública aos acionistas da TIM Participações S.A.

III – A Aplicabilidade ou não do Art. 254-A ao Caso

3.1 Tal constatação, por si só, já define a inaplicabilidade do art. 254-A ao caso concreto, pois não acho possível afirmar que tenha ocorrido o fato gerador da obrigação estabelecida na lei brasileira – a alienação indireta do controle da Tim Participações S.A..

3.2 Nessa parte de seu voto, o Diretor-Relator se manifesta no sentido de que o art. 254-A se aplica também no caso de alienação de controle de fato ou minoritário e, embora isso não tenha influência nas conclusões a que cheguei, creio que é positivo abordar também brevemente o assunto.

3.3 A leitura apresentada em seu voto me parece bastante razoável e defensável, além de bem fundamentada. Pelo que sei, a CVM nunca precisou se manifestar sobre qualquer caso em que se discutisse a venda de participação no capital votante de companhia que fosse relevante, mas não majoritária. Há apenas menções em votos a opiniões a esse respeito.

3.4 Creio que a CVM deve buscar aprofundar a discussão sobre esta questão, já que é uma realidade que parece estar cada vez mais próxima de acontecer em nosso mercado. Há hoje diversas companhias abertas cujo controlador de fato não detém a maioria absoluta do capital votante. Eventuais operações de venda de participações acionárias com essas características deveriam disparar a obrigação prevista no Art. 254-A? Em minha opinião, a própria complexidade deste caso, a dificuldade de caracterizar a existência ou não do controle, ilustra bem o tipo de desafio que nos espera.

3.5 A discussão sobre permanência da situação de controle e que critérios seriam capazes de a caracterizar, embora tenha sido muito bem feita pelo Diretor Eliseu Martins em seu voto, e eu concorde com suas conclusões naquele aspecto, é muito sujeita às visões dos que decidirão cada caso e não seria, em minha visão, positiva para o ambiente de negócios no Brasil. O conceito de controle de fato, sujeito em cada caso ao grau de dispersão do capital da sociedade e ao absenteísmo dos demais acionistas, é bastante útil para a apuração de responsabilidades em episódios específicos, mas pode trazer insegurança se for utilizado para avaliar a incidência ou não da obrigação de realização de OPA por alienação de controle.

3.6 Em suma, entendo que se hoje existem companhias no Brasil em que não há dúvida de que o controle é exercido por determinados acionistas minoritários - seja por que detêm participações extremamente relevantes e têm prevalecido em assembleias ao longo do tempo, por estarem vinculados por acordos de voto ou pela participação mais evidente na própria gestão da companhia -, há outras situações em que essa caracterização seria muito difícil de obter tão claramente, e em que seria de extrema valia a existência de critérios conhecidos e públicos para essa análise.

3.7 Entendo, por isso, que é fundamental o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura a avaliação a ser feita nos casos concretos. E para que se possa evitar a excessiva subjetividade de análises puramente casuísticas, sou de opinião que o mais conveniente seria a adoção do percentual de 30% do capital votante, presumindo-o como representativo do controle minoritário de sociedades em que não haja outro acionista detentor de um bloco de ações maior que esse. Mas a discussão sobre qual seria a melhor baliza ainda deve ser muito aprofundada, bem como a avaliação sobre que mecanismos haveria, à disposição da CVM, para adotar essas definições.

IV – Conclusão

Pelos motivos acima expostos, voto pela reforma da decisão do SRE, adotando a conclusão da GER-1, e pela inaplicabilidade do art. 254-A à operação em análise.

Rio de Janeiro, 15 de julho de 2009.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana
Presidente

⁽¹⁾ "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.

§ 1º Não poderão, entretanto, ter no Brasil filiais, agências ou estabelecimentos antes de serem os atos constitutivos aprovados pelo Governo brasileiro, ficando sujeitas à lei brasileira.

§ 2º Os Governos estrangeiros, bem como as organizações de qualquer natureza, que eles tenham constituído, dirijam ou hajam investido de funções públicas, não poderão adquirir no Brasil bens imóveis ou susceptíveis de desapropriação.

§ 3º Os Governos estrangeiros podem adquirir a propriedade dos prédios necessários à sede dos representantes diplomáticos ou dos agentes consulares."

⁽²⁾ "Art. 9º Para qualificar e reger as obrigações, aplicar-se-á a lei do país em que se constituírem."

⁽³⁾ "Considerando o seguinte:

(1) Em conformidade com a alínea g) do n.º 2 do artigo 44.º do Tratado, é necessário coordenar determinadas garantias que são exigidas pelos Estados-Membros às sociedades sujeitas à legislação de um Estado-Membro e cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação de um mercado regulamentado de um Estado-Membro, a fim de proteger os interesses tanto dos sócios como de terceiros, com o objectivo de tornar essas garantias equivalentes a nível da Comunidade

(2) É necessário proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários das sociedades sujeitas à legislação de um Estado-Membro no caso de essas sociedades serem objecto de ofertas públicas de aquisição ou de mudanças de controlo e quando pelo menos uma parte dos seus valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado num Estado-Membro

(...)

Artigo 4.º

Autoridade de supervisão e direito aplicável

(...)

(e) Nos casos referidos nas alíneas b) e c), as questões relacionadas com a contrapartida proposta no caso de uma oferta, e em particular o preço, assim como as questões relacionadas com o processamento da oferta, em especial a informação sobre a decisão do oferente de lançar uma oferta, o conteúdo do documento relativo à oferta e a divulgação da oferta, serão tratadas de acordo com as regras do Estado-Membro da autoridade competente. No que respeita às questões relacionadas com a informação aos trabalhadores da sociedade visada e às questões relacionadas com o direito das sociedades, em particular a percentagem de direitos de voto que confere o controlo e qualquer derrogação à obrigação de lançar uma oferta, assim como as condições em que o órgão de administração da sociedade visada pode empreender qualquer acção susceptível de conduzir ao fracasso da oferta, as regras aplicáveis e a autoridade competente são as do Estado-Membro em que se situa a sede da sociedade visada.

(4) "As regards to legal qualification of the present relationship between Telco and Telecom – taken into account that pursuant to Italian law, the transfer of the 'de facto' control does not give rise to the obligation of launching mandatory bid which stems only from the acquisition of more than 30% of the voting capital – we would like to draw your attention to the following."

(5) "Such criteria can be summarized 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 behavior 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".

(6) "This fact, taken into account the above mentioned general criteria, appeared to be sufficient to qualify Olimpia as the controller of Telecom pursuant to Art. 2359, par.1, no.2, of the Italian Civil Code referred to in art. 93, para. 1 of TUF. In fact Olimpia held a number of voting rights sufficient to exercise dominant influence over the ordinary shareholders' meeting. However, it should be duly taken into account that the dominant influence can be considered existent at the time when the evaluation was made, namely in April 2006.

During the following shareholders' meeting held on April 16, 2007, Olimpia did not cast the majority of the votes calculated on the basis of the present voting rights.

(...)

From the above it appears that the qualification on whether or not a dominant influence is exercised at the general shareholders' meeting may be determined by merely occasional events, such as higher participation of minority shareholders. Such occasional events may lead to a qualification which may be easily rebutted, on the occasion of subsequent shareholders meetings."

(7) Aliás, de acordo com os dados citados nos autos (mencionados no item 17 do relatório do Diretor Eliseu Martins, a respeito das assembleias realizadas a partir de 2007, é possível verificar-se ainda que o absentismo dos demais acionistas da Telecom Italia vem caindo, aparentemente a justificar a cautela da CONSOB quanto a caracterizar em 2007 a existência do controle de fato.