

ASSUNTO: Pedido de Interrupção do Curso do Prazo de Antecedência de Convocação de AGE

Telemar Norte Leste S.A.

Processo CVM nº RJ/2010/17158

Senhora Gerente,

Trata-se de pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de Assembléia Geral Extraordinária de Telemar Norte Leste S.A. ("Telemar" ou "Companhia"), marcada para o dia 14 de dezembro de 2010, às 10:30 horas, nos termos do artigo 3º da Instrução CVM nº372/02 ("ICVM 372") e do artigo 124, §5º, inciso II, da Lei nº 6.404/76 ("Lei das S.A." ou "LSA"), requerido pelo acionista Polo Norte Fundo de Investimento Multimercado ("Polo" ou "Acionista") e por outros acionistas.

## **I. DOS FATOS**

### **I.1 Máterias a serem deliberadas na AGE da telemar em 14.12.10**

2. Conforme o Edital de Convocação da AGE da Telemar a ocorrer em 14.12.10, edital este publicado em 29.11.10 (ou seja, 15 dias antes da ocorrência da referida assembléia), serão objeto de deliberação a ratificação da aquisição do controle da Invitel S.A. ("Invitel") e a aprovação de alteração do Estatuto Social da Companhia, em função de aumento do capital social com recursos do FINOR (fl. 89). Cabe mencionar que a motivação do pedido de interrupção em tela refere-se apenas à primeira matéria (ratificação da aquisição do controle da Invitel).
3. A aquisição das ações representativas do controle da Invitel pela Telemar foi divulgada ao mercado por meio de Fatos Relevantes datados de 25 de abril de 2008, 21 de novembro de 2008, 22 de dezembro de 2008 e 8 de janeiro de 2009, cujas informações estão resumidas nos parágrafos a seguir (fls. 90/96).
4. Em 25.04.08, foi celebrado Contrato de Compra e Venda de Ações entre os acionistas controladores detentores da totalidade das ações de emissão da Invitel, que detinha a totalidade das ações de emissão de Solpart S.A. ("Solpart"), que, por sua vez, detinha o controle acionário da Brasil Telecom Participações S.A. ("BrTP") e de sua controlada Brasil Telecom S.A. ("BrT").
5. A efetiva transferência das ações da Invitel para a Telemar estava sujeita à implementação de determinadas condições suspensivas previstas no Contrato de Compra e Venda de Ações, incluindo a necessária aprovação da Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL ("ANATEL").
6. Em 19.12.08, o Conselho Diretor da ANATEL, através do Ato nº 7.828, anuiu previamente com a aquisição do controle acionário pela Telemar, incluindo os atos societários subsequentes, referentes à pretendida reorganização societária.
7. Finalmente, em 08.01.09, a Telemar, através de sua controlada indireta Copart 1 Participações S.A. ("Copart 1"), adquiriu as ações representativas do controle acionário da Invitel.
8. Conforme informado na Proposta da Administração referente à citada AGE a ocorrer em 14.12.10, "a aquisição das ações representativas do controle da Invitel pela Telemar será submetida à ratificação da assembleia geral da Telemar porque o preço de compra das ações representou investimento relevante para a Telemar, nos termos previstos no art. 256, I da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das S.A.")" (fls. 97/100).

### **I.2 Dos pedidos de interrupção e suspensão**

9. Os acionistas minoritários Polo Norte Fundo de Investimento Multimercado, Polo Fundo de Investimentos em Ações e Vinson Fund LLC (os quais, segundo informam no pedido de interrupção, possuem ações preferenciais classe A de emissão da Telemar) protocolaram em **02.12.10** na CVM, nos termos do artigo 3º da ICVM 372 e do artigo 124, §5º, inciso II, da LSA, um pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de Assembléia Geral Extraordinária de Telemar, marcada para o dia 14.12.10, às 10:30 horas. No referido pedido de interrupção, são feitas as seguintes considerações (fls. 01/29):
  - a. "Conforme edital de convocação divulgado em 29 de novembro de 2010, o Conselho de Administração da Telemar convocou os acionistas a se reunirem em assembleia geral extraordinária com o objetivo de deliberar sobre a seguinte ordem do dia: (1) ratificar a aquisição do controle da Invitel S.A. ("Invitel"); e (2) aprovar a alteração do art. 6º e a consolidação do Estatuto Social da Companhia para refletir o aumento do capital social com recursos do FINOR";
  - b. "No entanto, especificamente em relação ao item 1 da ordem do dia, o signatário entende haver indícios contundentes de que a proposta apresentada pela administração da Companhia viola dispositivos legais e regulamentares. Isso torna fundamental a interrupção do prazo de convocação da assembleia para a devida análise do assunto pelo Colegiado desta D.Comissão e também pelos demais acionistas da Companhia";
  - c. "Conforme salientado em Reclamação apresentada a essa D.Comissão em 26 de novembro de 2010 (...), a aquisição do controle da Invitel e, por consequente, do controle acionário indireto da Brasil Telecom Participações S.A. e da Brasil Telecom S.A., apesar de ter sido divulgada ao mercado em 25 de abril de 2008, ainda não havia sido submetida ao crivo dos acionistas da Telemar reunidos em assembleia geral, apesar das inúmeras solicitações feitas pelos acionistas da Companhia";
  - d. "A obrigação de submeter tal matéria à deliberação aos acionistas decorre do disposto no art. 256 da Lei das Sociedades por Ações, tendo em vista que, conforme explicitado na Reclamação, a aquisição em questão representa investimento relevante";
  - e. "Passados quase três anos desde a contratação da aquisição do controle da Invitel, os administradores da Companhia finalmente convocaram a assembleia geral para deliberar sobre tal aquisição. No entanto, o laudo de avaliação da Invitel, solicitado para os fins do art. 256, indicou que o preço pago quando da conclusão da aquisição não superava em uma vez e meia o maior desses valores (patrimônio líquido a mercado)";
  - f. "Assim, de acordo com as conclusões do laudo, estaria afastada a hipótese de direito de recesso pelos acionistas dissidentes da deliberação previsto no §2º do referido art. 256";

- g. "Ocorre que, após análise preliminar, a Polo considera haver indícios de que referido laudo de avaliação não pode ser aceito para os fins a que se propõe, implicando em violação de dispositivos legais e regulamentares";
  - h. "Com efeito, ao que tudo indica, o laudo chega a tal conclusão ao realizar ajuste contábil no valor da Invitel, através de uma avaliação do fluxo de caixa descontado do "goodwill";
  - i. "Conforme se depreende às fl. 22 do laudo de avaliação, a participação da Invitel em sua controlada foi avaliada com base no método da equivalência patrimonial, em atendimento ao art. 256, II, b, e art. 248 da Lei das Sociedades por Ações. Para se determinar o valor de tal controlada, utilizou-se o método do fluxo de caixa descontado, que não se confunde com o patrimônio líquido a preços de mercado fixado na alínea b do inciso II do art. 256";
  - j. "Conforme se pode colher dos artigos 183, 248 e 250, a avaliação não poderia ter sido feita pelo critério do fluxo de caixa descontado, ainda mais sendo o principal ativo – e, diga-se único relevante - da Invitel a participação na Brasil Telecom, companhia aberta concessionária de serviços de telecomunicações. A avaliação deveria ter se dado pelo critério do patrimônio líquido a preço de mercado, o que não ocorreu";
  - k. "A falta da necessária justificativa para a adoção do critério do fluxo de caixa descontado, que por si só é vício suficiente para motivar a interrupção pleiteada, tem suas razões: trata-se de motivo inconfessável, qual seja, a tentativa de afastamento de hipótese de direito de retirada";
  - l. "Observe-se que, com a adoção do critério do fluxo de caixa descontado para a avaliação do "goodwill" em Invitel, o patrimônio líquido foi inflado em 300%, propiciando à administração da Companhia um arremedo de argumento para evitar a concessão do direito de retirada (pela hipótese do art 256, II, (b)). Ou, dito de outra forma, com a utilização do método do fluxo de caixa descontado, o patrimônio líquido a mercado de Brasil Telecom encontrado na avaliação correspondeu a quatro vezes e meia seu valor contábil";
  - m. "Esta própria Comissão reconhece que não há que se confundir os critérios de fluxo de caixa descontado e de patrimônio líquido a valor de mercado. Tanto é assim que a Instrução CVM nº 436 (que dispõe sobre a elaboração de laudos de avaliação no âmbito de ofertas públicas de ações, o que não é o caso, mas serve como boa referência) apresenta clara distinção entre um método e outro";
  - n. "Ora, como a participação na Brasil Telecom representa a vasta maioria dos ativos da Invitel, o efeito de uma avaliação desse ativo pelo método do fluxo de caixa descontado é uma avaliação da própria Invitel por tal método, e não pelo método de avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado, conforme determina a lei societária";
  - o. "A "originalidade" do expediente refletido no laudo fica ainda mais escancarada quando se consulta o histórico de laudos de avaliação preparados no âmbito de operações semelhantes envolvendo companhias abertas desde a data-base de 31 de maio de 2004. Não há registro de sequer uma operação que tenha se amparado em laudo de avaliação que se baseasse no método de fluxo de caixa descontado para determinar o valor de participação societária";
  - p. "Portanto, a medida adotada pelos avaliadores há que ser devidamente analisada, seja porque não foi justificada (ainda mais sendo tão dissonante da prática consolidada), o que por si só é evidência de violação legal e regulamentar, seja porque a escolha do método do fluxo de caixa descontado como critério de avaliação parece ter como efeito único impedir o direito de recesso dos acionistas dissidentes";
  - q. "Evidentemente, a análise acima foi feita em curtíssimo prazo, uma vez que não há muito tempo antes da data prevista para realização da assembleia (14/12/2010)";
  - r. "Quanto a uma possível pequena interrupção do prazo, o signatário imagina que não deva ser um problema para a Telemar, até porque a administração e os acionistas controladores vêm procrastinando a convocação da assembleia desde 2008, tendo sido instados, algumas vezes, pelos acionistas, a convocá-la. Não serão mais quinze dias que causarão grande prejuízo";
  - s. "Por todo o exposto, Polo requer seja deferido o presente pedido de interrupção da assembleia geral da Telemar convocada para o dia 14 de dezembro de 2010, às 10:30 horas, na sede da Companhia, assegurando-se o prazo adicional de 15 (quinze) dias para que os acionistas conheçam e analisem detalhadamente a proposta que será submetida à deliberação em assembleia, tendo em vista, em especial, as evidências de violação legal e regulamentar refletidas no laudo de avaliação".
10. Em **06.12.10**, os mesmos acionistas minoritários protocolaram aditamento ao pedido de interrupção anteriormente efetuado, nos seguintes termos (fls. 40/43):

- a. "Conforme anteriormente solicitado, seja deferido o pedido de interrupção da assembléia geral da Telemar, assegurando-se o prazo adicional de 15 (quinze) dias para que os acionistas conheçam e analisem detalhadamente a proposta que será submetida à deliberação em assembléia, tendo em vista, em especial, as evidências de violação legal e regulamentar refletidas no laudo de avaliação (conforme art. 124, §5º, inciso II, da Lei das Sociedades por Ações ); ou, subsidiariamente, caso essa D. Comissão entenda necessária avaliação mais detalhada do assunto",
- b. "seja deferido pedido de ampliação, por 30 (trinta) dias, do prazo de antecedência para a publicação do primeiro anuncio de convocação da assembléia geral, tendo em vista a complexidade da matéria colocada à deliberação dos acionistas, mais especificamente, a ratificação da aquisição do controle da Invitel S.A., o que torna fundamental a concessão de prazo adicional para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas (conforme art. 124, §5º, inciso I, da Lei das Sociedades por Ações)".

### **I.3 Da manifestação da Companhia**

11. Através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/nº248/10 (fl. 30) a Telemar foi instada a se manifestar sobre o pedido de interrupção, tendo o feito, conforme correspondência protocolada em **07.12.2010** (fls. 44/83), nos seguintes principais termos:
- a. "A Assembleia foi convocada pelo Conselho de Administração da Companhia, em cumprimento ao art. 256, I da Lei nº 6.404/76 ("Lei das S.A."), para deliberar sobre a ratificação da aquisição do controle da Invitel S.A. ("Invitel") pela Telemar ("Operação"), tendo em vista que o preço de compra constituiu investimento relevante para a Telemar, observado o que prevê o art. 247, parágrafo único, da Lei das S.A.";
  - b. "Com efeito, considerando que a operação de aquisição da Invitel foi anunciada com uma série de operações e reorganizações societárias que lhe seguiriam e que culminariam com a consolidação dos acionistas das controladas da Invitel, Brasil Telecom S.A. e Brasil Telecom Participações S.A. ("BRT" e "BRTP", respectivamente), na Telemar, era intenção da Companhia submeter a aquisição a

aprovação assemblear após transcorridas todas as operações societárias complementares anunciadas publicamente. Como a relação de troca proposta final para a incorporação da BRT pela Telemar foi rejeitada em assembleia realizada em 16 de junho de 2010, entendeu-se ter chegado a oportunidade de convocar a Assembleia";

- c. "Com o objetivo de avaliar as ações da Invitel segundo os critérios previstos no art. 256, II da Lei das S.A. na data de contratação do preço de compra de suas ações pela Telemar, a administração da Companhia contratou a Apsis Consultoria Ltda. ("Apsis"), uma empresa especializada de reconhecidas competência, técnica e experiência na avaliação de companhias abertas, inclusive do mesmo setor de atuação da Invitel";
- d. "A Apsis preparou um laudo de avaliação do (i) valor patrimonial por ação da Invitel a preços de mercado, e (ii) valor do lucro líquido por ação da Invitel, ambos na data-base de 30 de março de 2008, ou seja, na data da contratação da compra e venda entre Telemar e os antigos controladores da Invitel. Em razão de as ações da Invitel não serem negociadas em bolsa, o valor de mercado das ações não é aplicável, para efeito do art. 256, II";
- e. "Dentre os critérios previstos nas alíneas (b) e (c) do art. 256, II, a Apsis concluiu que o maior é o valor patrimonial da ação da Invitel a preços de mercado, correspondente a R\$1,66 (um real e sessenta e seis centavos), e que o preço contratado pela Telemar para aquisição das ações do controle da Invitel representa 1,41 vezes o valor patrimonial por ação a preços de mercado. Consequentemente, concluiu-se que não se aplica à Operação o disposto no art. 256, §2º da Lei das S.A., razão pela qual aos acionistas da Companhia dissidentes da deliberação que ratificar a Operação não será conferido direito de recesso";
- f. "Vale aqui já destacar que, apesar de entender que não seria devido no caso concreto, uma vez que a descoberta de erro na constituição de provisões para contingências nas demonstrações financeiras da BRT só ocorreu muito posteriormente à celebração da aquisição do controle da Invitel e mesmo à transferência das ações para a Telemar, por extremo conservadorismo e buscando evitar discussões oportunistas, a Companhia decidiu não contestar a decisão da Apsis de atualizar suas conclusões considerando, inclusive, os efeitos das provisões para contingências cíveis na BRT constituídas posteriormente à aquisição do controle da Invitel. Mesmo considerando-se tais provisões, não foram ultrapassados os limites previstos no § 2º do art. 256 da Lei das S.A. E não fez inclusive em razão de entender que o laudo deve representar a visão independente do avaliador, que deve ser respeitada";
- g. "Não é preciso gastar muitas linhas para descrever os Reclamantes e seu sentimento atávico com a companhia, nem sua forma de investir, a esta altura já de conhecimento de todos. Mas o que surpreende neste caso é que os Reclamantes não só distorcem os fatos, como também renegam o passado";
- h. "Nesse sentido, os Reclamantes, alguns dos quais também eram acionistas das controladas da Invitel, frustrados com a não aplicação do recesso à Operação, distorcem os fatos procurando dar cor e direito a sua obscura pretensão, afirmando equivocadamente que "para se determinar valor de tal controlada [BRT], utilizou-se o método do fluxo de caixa descontado, que não se confunde com o patrimônio líquido a preços de mercado fixado na alínea (b) do inciso II do art. 256."";
- i. "Os Reclamantes questionam (e erradamente, como a seguir se demonstrará) um único ponto do laudo de avaliação, sem, contudo, notar que tal trabalho é um conjunto de premissas e dados, reunidos pelo avaliador com técnica e critério e constituindo um verdadeiro sistema que representa o resultado da aplicação desses fatores. Querem os Reclamantes desconstituir um único ponto do laudo que lhes é desfavorável, como se fosse possível fazê-lo sem prejudicar por inteiro as conclusões do avaliador, atitude comumente referida no mercado como "cherry picking";
- j. "Igualmente, os Reclamantes vaziamente tentam convencer, sem quaisquer argumentos teóricos ou factuais para tanto, que o laudo de avaliação em questão conteria "originalidade", esquecendo-se convenientemente que a BRT teve seu patrimônio líquido avaliado a preços de mercado em outras ocasiões nos últimos anos";
- k. "Surpreende que os tão diligentes Reclamantes, somente agora, venham apontar a alegada – mas inexistente – deficiência no laudo, quando este mesmo critério e procedimento foi adotado no que se refere à avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da BRT, na forma do art. 264 da Lei das S.A., nas operações que envolveram a incorporação da BRTP na BRT, a incorporação da Solpart, Invitel e Copart 1 na BRTP e a incorporação da Copart 2 na BRT, todas públicas e devidamente divulgadas ao mercado";
- l. "(...) no que se refere à BRT, o laudo de avaliação da Invitel reflete, embora em data-base diferente, rigorosamente os mesmos critérios adotados pela Apsis na avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da BRT nas diversas incorporações que ocorreram envolvendo a BRT e as demais controladas da Invitel, todas contempladas na reorganização societária divulgada concomitantemente ao anúncio da aquisição do controle desta";
- m. "Ora, não é de hoje que os Reclamantes são acionistas da BRT! Mais que isso, um dos sócios da Polo Capital Gestão de Recursos Ltda., gestora do Polo Norte FIM e do Polo FIA, é conselheiro fiscal da BRT e da Telemar";
- n. "Até o momento, os Reclamantes não haviam se insurgido contra o critério consistentemente adotado pela Apsis para valorar os contratos de concessão da BRT, mas basta-se vislumbrar a possibilidade de um ganho extraordinário e ilegítimo que os Reclamantes põem-se a contestar o critério adotado (repita-se, de forma consistente e em conformidade com as técnicas de avaliação). Isso tudo porque o estatuto social da Companhia prevê que, em hipótese de recesso, o valor a ser pago ao acionista corresponde ao valor econômico";
- o. "Essa conduta oportunista dos Reclamantes, que denota uma típica estratégia de emboscada, não pode ser objeto de guarida pela CVM, que certamente haverá de rechaçar por completo as ilegítimas pretensões aduzidas no pleito de interrupção do prazo de antecedência de convocação da Assembleia";
- p. "Como se perceberá a seguir, o laudo de avaliação preparado pela Apsis atende a todos os requisitos procedimentais e técnicos exigidos pelas normas de avaliação aplicáveis, bem como segue os critérios e metodologias usualmente adotados e aceitos nessas avaliações";
- q. "Mais ainda, o laudo, como se disse, não inova neste particular e segue exatamente o mesmo critério utilizado para avaliar a BRT e BRTP nas operações de reorganização societária em que foi necessário avaliar estas companhias pelo seu valor de patrimônio líquido a preços de mercado, para fins do art. 264 da Lei nº 6.404/76";
- r. "No que se refere especificamente à alegação dos Reclamantes, diferentemente do que afirmam, a Apsis não avaliou a BRT pelo método do fluxo de caixa descontado, mas pelo critério do patrimônio líquido a preços de mercado, conforme exige o art. 256, II, (b) da Lei das S.A., para a determinação da equivalência patrimonial na Invitel";

- s. "O único ativo da BRT cujo valor foi determinado considerando o método do fluxo de caixa descontado, para os fins da avaliação dos ativos da Invitel a preços de mercado, foram os contratos de concessão da BRT. Isto porque para tais contratos, diferentemente de outros ativos, não existe um mercado ativo do qual se possa extrair um valor consistente. Nesse sentido, a valoração desse tipo de ativo passa necessariamente pela busca de outros critérios que representem adequadamente seu valor de mercado";
- t. "Portanto, a Reclamante, usando de má-fé e no afã de prejudicar o apropriado transcorrer do prazo de antecedência de convocação da Assembleia, objetivando tão-somente tumultuar o processo, atingir a imagem da companhia e buscando unicamente a satisfação de suas ilegítimas pretensões, sem qualquer preocupação com o interesse social, distorce os fatos ao tentar maliciosamente convencer essa d. CVM de que a BRT teria sido avaliada como um todo pelo método de fluxo de caixa descontado, quando em verdade o que se fez foi aplicar, para ativos dotados de características específicas como é o caso dos contratos de concessão, um critério reconhecido e previsto nas normas internacionais, como se demonstra adiante";
- u. "A Companhia confia em que a CVM não será influenciada pelos insustentáveis argumentos dos Reclamantes, nem permitirá o mau uso de um importante mecanismo tal qual o previsto no art. 124, § 5º, II da Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 372/02 com o objetivo de obter vantagens indevidas às custas do interesse social";
- v. "A avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado de uma companhia, como prevê a Lei das S.A., deve tomar por base o valor de venda ou de liquidação dos ativos e exigíveis da sociedade separadamente";
- w. "Portanto, na avaliação do patrimônio líquido a mercado busca-se o valor pelo qual os ativos poderiam ser negociados individualmente, ou seja, independentemente dos outros bens ou direitos, entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos, conforme dispõem as normas da CVM";
- x. "O prof. Modesto Carvalhosa, ao comentar o art. 264 da Lei das S.A. ensina sobre o critério do patrimônio líquido a preços de mercado:  
*O valor do patrimônio líquido das ações emitidas pela incorporada e pela incorporadora deverá ser apurado a preços de mercado (art. 183, § 1º).*  
*Isso significa que o valor apurado será o do ativo, subtraído o passivo, mas de cada bem constante do ativo e do passivo, avaliado individualmente, a preços de mercado.*  
*Esse critério atende à finalidade do preceito que, ao referir-se a preços de mercado, pressupõe que qualquer bem ou direito somente tem valor se puder ser negociado individualmente, ou seja, independentemente dos outros bens ou direitos.*  
*(CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4ª vol., Tomo II. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 288).*
- y. "A Instrução CVM nº 361/02 também trata da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado":  
*"XV – O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis separadamente nas seguintes condições:*  
*a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e*  
*b) o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de "equivalentes correntes de caixa", ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo. (...)"*
- z. "Por isso é que os ativos intangíveis devem ser considerados quando puderem ser avaliados individualmente, isto é, aqueles intangíveis que possuam exatamente a característica de poderem ser negociados entre "um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos". Isso se aplica a determinados ativos intangíveis, como patentes, direitos, contratos";
- aa. "Apesar de já ter sido objeto de discussão e polêmica, inclusive nessa d. CVM, atualmente encontra-se pacificado o entendimento de que, na avaliação de patrimônio líquido de uma empresa a preços de mercado, devem ser incluídos os ativos intangíveis que possam ser identificados individualmente (tais quais os contratos de concessão da BRT), tendo em vista que isso permite ao avaliador chegar a um valor do patrimônio líquido mais próximo ao real valor do patrimônio da empresa a preços de mercado, o que já foi reconhecido pela CVM";
- ab. "De fato, o Colegiado da CVM já se manifestou sobre a obrigatoriedade de avaliação dos ativos intangíveis, ainda que não contabilizados, na medida em que possam ser avaliados individualmente, ao julgar o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05. O Diretor Eli Loria, relator do Processo, sustenta que, diferentemente do goodwill, os intangíveis individuais devem ser incluídos na avaliação, pelo seu provável valor de mercado, como segue":  
*"Ao se manifestar a respeito da operação, a SNC afirmou que, tendo as empresas eleito o critério de avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, previsto no art. 264 da Lei nº 6.404/76, caberia à CVM verificar se tanto os ativos quanto os passivos teriam sido avaliados a mercado, entendendo que nessa avaliação "... devem ser considerados também os intangíveis não registrados na contabilidade por força da legislação em vigor e dos princípios fundamentais de contabilidade, e que possam ser identificados individualmente", concluindo que a inclusão desses ativos permite se chegar a um valor de patrimônio líquido mais próximo do valor efetivo da empresa a preços de mercado*  
 (...)  
*Assim, no geral, concordo com a SNC de que a "...a expressão 'valor de mercado' contida no artigo 264 se refere à avaliação individual de ativos e passivos (tangíveis e intangíveis) pelo seu valor provável de mercado." e que "...na avaliação a preços de mercado devem ser considerados também os intangíveis não registrados na contabilidade por força da legislação em vigor e dos princípios fundamentais de contabilidade, e que possam ser identificados individualmente."*  
*(trechos do voto do Diretor Eli Loria no PAS 08/05 –grifou-se)*
- ac. "O Diretor Marcos Barbosa Pinto também se posicionou favoravelmente à avaliação de todos os ativos, inclusive os intangíveis, no PAS a que se faz referência":

"Assentada esta premissa, podemos passar às falhas apontadas na avaliação da Brasken e da Triken. A primeira falha me parece procedente. Quando se procura determinar o valor de realização do ativo de uma companhia, todos os seus bens e direitos devem ser avaliados, independentemente de sua natureza; (...)"

A segunda imputação também me parece procedente. O laudo de Brasken e Triken também não avaliou os ativos intangíveis das empresas, como marcas e patentes. Contrariamente ao que afirma a defesa, estes ativos intangíveis estavam contabilizados no balanço das companhias, mas pelo custo histórico, que normalmente é muito inferior ao seu valor de realização." (trechos do voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto no PAS 08/05)

- ad. "Vale notar que o procedimento adotado pela APSIS também encontra suporte na prática internacional. Conforme se depreende da *Guidance Note 4* do *International Valuation Standard Council* (Conselho Internacional de Padronização de Avaliações), que trata especificamente da avaliação de ativos intangíveis, os avaliadores têm à disposição alguns métodos para avaliar os ativos intangíveis, dentre os quais está o método que considera a receita (i.e. fluxo de caixa) que aquele ativo é capaz de produzir. Nos termos do item 4 da mencionada *guidance note*":

*"This section of the Guidance Note considers the different valuation methods commonly used for valuing intangible assets, together with the valuation inputs, i.e. parameters in respect of which assumptions need to be made and which are usually associated with each of these valuation methods. These inputs are discussed in more detail in Section 5.*

*4.2 All intangible asset valuation methods fall within one of the three fundamental valuation approaches identified within the International Valuation Standards, which are based to some extent, at least, by reference to market data i.e.:*

- *the comparison approach;*
- *the income approach; and*
- *the cost approach.*

*(...) When undertaking any valuation where the objective is to estimate a Market Value, the role of the valuer is to adopt the approach(es) and method(s) that most closely match those that would be used by the parties to the hypothetical transaction. Understanding the nature and attributes of the subject intangible asset and the nature and characteristics of the market for the subject intangible asset is generally critical to determining the most appropriate valuation approach."*

- ae. "Feitas as considerações acima, ressaltamos que, no caso particular dos contratos de concessão, como é o caso da dos contratos de concessão de telefonia fixa (STFC) da BRT, não há um mercado que sirva para estimar o valor de reposição ou de negociação de tal concessão";

- af. "Com isso em vista, a Apsis avaliou os contratos de concessão de telefonia fixa da BRT com base na metodologia do fluxo de caixa descontado, uma vez que entendeu que tal critério era o que melhor se adequava à avaliação dessa concessão";

- ag. "Deve-se dizer que, em outras ocasiões essa própria CVM já se manifestou sobre o tema, como no Processo Administrativo Sancionador nº 25/03, conforme voto da Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana":

*"Nesse sentido, acolho o entendimento do professor Eliseu Martins. Seu parecer, no que toca especificamente à avaliação da concessão da Oi (fls. 2153), inicia por contextualizar que o valor da concessão, por ter sido formado em procedimento disputado de leilão público, era um valor de mercado à época e que, quando da operação questionada neste processo, não havia passado mais do que 10% do prazo de sua vida útil econômica, considerado o prazo da concessão.*

*Em seguida, destaca que as licenças de exploração de que se cuida não possuem um verdadeiro mercado de compra e venda por ser cada licença virtualmente única:*

*"As licenças desse tipo de exploração sendo discutidas nem podem ter um verdadeiro mercado de compra e venda, eis que cada licença é praticamente única, pois válida para exploração de determinado serviço, dentro de certas condições específicas e próprias (como banda, no caso da telefonia celular), numa determinada e restrita área geográfica específica, etc. E essa licença específica da Oi era única, de uma certa banda, com características ímpares, como, por exemplo, a de permitir ligações internacionais; as novas licenças outorgadas para aquela região, licitadas nos anos seguintes, não mais contiveram essas características todas." (fls. 2154, grifos no original)*

*(...)*

*Concluo, portanto, pelo acerto do entendimento, defendido pela Ernst & Young e pelas defesas, de que o valor da concessão da Oi não poderia ser avaliado a preços de mercado, por inexistência de mercado, e que tampouco deveria ter sido reduzido pela constatação de que não seria recuperável. (trechos do voto da Presidente Maria Helena Santana no PAS 25/03)*

- ah. "Portanto, visto que a inexistência de um mercado poderia tornar inviável a avaliação do preço de mercado da concessão detida pela BRT, a Apsis, adotando inclusive a recomendação internacional e a sua visão de avaliadora especializada, valeu-se do seu valor de mercado calculado pelo método do fluxo de caixa descontado";
- ai. "Essa d. CVM deve notar que a BRT, para efeito da equivalência patrimonial na Invitel, foi avaliada pelo valor de seu patrimônio líquido a preços de mercado, como requer o art. 256, II da Lei das S.A., ou seja, cada um dos elementos do ativo e passivo, individualmente, medidos pelos seus respectivos valores de mercado";
- aj. "Não é excessivo recordar o despautério que seria realizar uma avaliação a preços de mercado de uma empresa, onde se quer " *chegar a um valor de patrimônio líquido mais próximo do valor efetivo da empresa a preços de Mercado*", justamente para fins de informação e deliberação (e eventual recesso) de seus acionistas, deixando de lado o que seria o seu ativo mais importante e que lhe dá condição diferenciada!";
- ak. "Convém mais uma vez recordar o que disse o Diretor Eli Loria em seu voto, forte na opinião da SNC: " *concluindo que a inclusão desses ativos permite se chegar a um valor de patrimônio líquido mais próximo do valor efetivo da empresa a preços de Mercado*". (voto do Diretor Eli Loria no PAS 08/05 –grifou-se)";
- al. "Por todos os motivos aqui expostos, aduzidos brevemente no prazo assinalado de 48 horas, entende a Companhia que não há qualquer vício ou ilegalidade no laudo de avaliação das ações da Invitel preparado pela Apsis, mas, pelo contrário, o laudo atende a

todos os critérios e princípios previstos nas normas contábeis e, inclusive, pela própria CVM e seus precedentes em casos análogos";

- am. "Adicionalmente, cumpre lembrar que o art. 256, em seu parágrafo primeiro, não detalha a forma ou mesmo os critérios que devem ser adotados em laudo de avaliação preparado para fins de cumprimento àquele dispositivo. A lei societária exige somente que o laudo de avaliação seja apresentado à assembleia, obrigação esta que foi devidamente cumprida pela Companhia, através da contratação de empresa de notória especialização e que utilizou critérios reconhecidos e adequados, razão pela qual não há que se falar em violação a qualquer dispositivo legal ou regulamentar que dê lugar à interrupção tratada no art. 124, §5º, II da Lei das S.A.";
- an. "Dessa forma, a Companhia requer a essa d. CVM que indefira o pedido de interrupção, mantendo a data prevista para a Assembleia, já que todos os procedimentos relacionados à Assembleia exigidos na lei e na regulamentação da CVM foram devidamente cumpridos, não havendo ilegalidade com relação à Assembleia, seus documentos ou à matéria a ser nela deliberada";
- ao. "Finalmente, convém afastar o argumento dos Reclamantes de que não haveria prejuízo na interrupção da Assembleia. Este argumento provem de quem não tem qualquer comprometimento como acionista e quer mesmo encontrar uma maneira de realizar um ganho extraordinário pela porta do recesso. A só interrupção da Assembleia causará enorme transtorno para a companhia se seus acionistas, sem prejuízo do inestimável dano de imagem. E tudo isso em benefício de que? De mais essa aventura dos Reclamantes".

12. Em **09.12.10, às 18:22hs**, a Polo enviou à CVM, através de e-mail, uma carta redigida pelo Dr. Luiz Leonardo Cantidiano, previamente à elaboração de um parecer, na qual este afirma, em resumo, que "a utilização do método de fluxo de caixa descontado não pode prosperar para fins do artigo 256 da Lei das S.A., em que a adoção do critério de patrimônio líquido a preço de mercado deve ser aplicado em sua plenitude. Assim, a realização da assembleia para ratificação do controle da Invitel S.A. nas condições ora expostas, afronta dispositivos legais, em prejuízo dos acionistas minoritários da Telemar" (fls. 84/88). Até o momento de conclusão do presente relatório, a Companhia não teve acesso a tal documento.

## **I. ANÁLISE**

2. O artigo 124 da Lei nº 6.404/76, em seu §5º, dispõe que:

*§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia:*

*I - aumentar, para até 30 (trinta) dias, a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia-geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas;*

*II - interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares.*

### **II. 1 Motivação do pedido de interrupção**

- 3. O pedido de interrupção da AGE da Telemar, convocada para 14.12.10, tem como principal fundamento uma alegada irregularidade na elaboração do laudo de avaliação do patrimônio líquido da Invitel a preços de mercado, para os fins do artigo 256, II, 'b', da LSA.
- 4. De acordo com a Polo, a avaliação do patrimônio líquido da Invitel a preços de mercado foi efetuada utilizando-se o método do fluxo de caixa descontado, quando computada a avaliação da BrT, sua controlada indireta. Portanto, teria ocorrido uma "confusão" entre as duas metodologias de avaliação, o que violaria o referido dispositivo legal.
- 5. A consequência prática de tal irregularidade seria a supressão do direito de retirada dos acionistas dissidentes da deliberação da AGE a respeito da ratificação da aquisição do controle da Invitel pela Telemar, nos termos do parágrafo 2º do art. 256 da LSA, uma vez que, caso não cometida a eventual irregularidade no laudo de avaliação, o preço da aquisição ultrapassaria uma vez e meia o maior dos valores tratados no inciso II do caput do mesmo artigo (resultante da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado).
- 6. Para proceder a análise da presente questão, primeiramente é necessário examinar a conceituação da metodologia da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, para depois abordar o caso concreto.

### **II.2 Avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado**

- 7. A avaliação do patrimônio líquido ("PL") a preços de mercado é mencionada em várias ocasiões na Lei das S.A., como, por exemplo, no parágrafo 4º do artigo 4º e no artigo 264, além do próprio artigo 256, inciso II, alínea 'b'.
- 8. Ao comentar este último dispositivo legal, Modesto Carvalhosa traz uma definição sobre tal metodologia de avaliação:

*"No que respeita ao "valor do patrimônio líquido" (art. 248) da ação ou quota, deverá ser avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, §1º). Não se trata, pois, do valor do patrimônio líquido contábil, ou seja, aquele utilizado para o pagamento de reembolso no recesso. Nesse caso da letra b, o valor de patrimônio líquido a preços de mercado será o valor do ativo, subtraído o passivo, mas de cada bem constante do ativo e do passivo, **avaliado individualmente**, a preço de mercado. Esse critério atende à finalidade do preceito que, ao referir-se a "preços de mercado", pressupõe que qualquer bem ou direito somente tem valor **se puder ser negociado individualmente**, ou seja, independentemente de outros bens ou direitos". (destaques no original)*

(CARVALHOSA, Modesto: *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – 4º Volume – Tomo II*, 3ª ed., Saraiva, São Paulo, 2009 – pg. 210).

- 9. De acordo com a definição acima, na avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, cada bem deverá ser avaliado individualmente, e somente terá valor se puder ser negociado individualmente. Ou seja, busca-se calcular o valor de mercado de cada bem isoladamente, se este existir (se não for dependente de outros bens).
- 10. O Anexo III da Instrução CVM nº 361/02, acrescentado pela Instrução CVM nº 436/06, trata especificamente dos laudos de avaliação que devem ser apresentados em OPAs. Tal Anexo III, além de complementar a definição da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, traz clara distinção entre os critérios "Valor Econômico pela Regra do Fluxo de Caixa Descontado" (abordado no item XIV do Anexo III) e "Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado" (tratado nos itens XV a XVIII). Vale a transcrição de alguns trechos referentes a este último critério:

Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado

XV – O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base **a venda ou a liquidação** dos ativos e exigíveis **separadamente** nas seguintes condições:

a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e

b) o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de **liquidação ordenada**, ou de "equivalentes correntes de caixa", ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo.

(...)

XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens:

(...)

b) ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações **além de intangíveis**, como marcas e patentes, pelo **valor provável de realização**" (grifos nossos)

11. As disposições constantes do Anexo III da Instrução CVM nº 361/02 complementam a conceituação da avaliação do PL a preços de mercado mencionada anteriormente. Além de reforçar o tratamento em separado que deve ser dado a cada ativo e passivo, o Anexo III dispõe que os preços de mercado de cada bem devem ser considerados sob condições de liquidação ordenada, e não de venda forçada. Tal observação deixa transparecer o conceito que rege tal metodologia de avaliação: o resultado da avaliação do PL a preços de mercado não representa o valor do negócio em operação de uma sociedade, mas apenas o somatório dos valores de mercado de cada ativo e passivo, avaliados individualmente e isoladamente, em um cenário de liquidação ordenada. O chamado "aviamento" do Direito Empresarial, que representa a capacidade de gerar lucros ao empresário pela reunião organizada dos ativos, não estaria englobado no resultado da avaliação do PL a preços de mercado, pois cada ativo está sendo avaliado isoladamente, em condições de liquidação (e não de operação) da atividade empresarial.
12. Apesar do Anexo III mencionar expressamente que ativos intangíveis devem entrar no cômputo do valor do PL a preços de mercado, também em relação a tais ativos deve ser aplicada a conceituação que rege a referida metodologia: estes só serão avaliados se puderem ser objeto de negociação individual, independente de outros bens ou direitos, em uma liquidação ordenada dos ativos da companhia sob avaliação. Isto possibilitaria a avaliação de uma marca ou patente, que poderiam ser vendidas isoladamente, mas impediria, por exemplo, que o valor do ágio contábil constante do ativo de uma sociedade fosse computado em uma avaliação do PL a preços de mercado.
13. A questão da avaliação do PL a preços de mercado já foi também objeto específico de análise pelo Colegiado da CVM. Cito trechos dos votos dos Diretores Eli Loria e Marcos Barbosa Pinto no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05 (caso "Braskem/Trikem"), que complementam e enriquecem o entendimento supra disposto:

*"A finalidade do laudo de avaliação é simular o valor que seria obtido pela companhia em uma liquidação ordenada, não devendo ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada(...)"*

(...)

*Assim, no geral, concordo com a SNC de que a "...a expressão 'valor de mercado' contida no artigo 264 se refere à avaliação individual de ativos e passivos (tangíveis e intangíveis) pelo seu valor provável de mercado." e que "...na avaliação a preços de mercado devem ser considerados também os intangíveis não registrados na contabilidade por força da legislação em vigor e dos princípios fundamentais de contabilidade, e que possam ser identificados individualmente."*

*No entanto, resta a indagação. Qual o grau de alcance dessa regra? **Deveriam ser considerados todos os intangíveis e contingências não registrados na contabilidade? Parece-me que não(...)***

(...)

***Cabe mencionar que o "goodwill" não entra na avaliação a preços de mercado somente devendo ser considerados intangíveis individuais, ativos não físicos, que tenham valor de mercado, marcas e patentes, direitos e contratos, e não o chamado "goodwill" que, em verdade, é o valor da empresa que excede o que seria auferido com a negociação a preços de mercado de cada item do ativo.***

(trechos do voto do Diretor Eli Loria no PAS 08/05 – grifos nossos)

*"(...)precisamos determinar qual metodologia deve ser empregada na avaliação prevista no art. 264 da Lei nº 6.404/76. Esta tarefa é um pouco complicada, pois uma avaliação a preços de mercado pode ser realizada de pelo menos duas formas distintas: pelo método do custo de reposição, estimando quanto se gastaria para substituir todos os bens e direitos da empresa; ou pelo método do valor de realização, estimando quanto a companhia arrecadaria alienando todos os seus bens e direitos.*

(...)

***Já o valor de realização é normalmente empregado pelos próprios acionistas da empresa avaliada. Por meio desta metodologia, os acionistas podem determinar se é melhor liquidar o negócio ou prosseguir em sua exploração. Se o valor de realização do patrimônio for maior que o valor presente do fluxo de caixa esperado da empresa, a liquidação é certamente a melhor alternativa do ponto de vista puramente financeiro.***

*Na minha opinião, corroborada pela doutrina, a avaliação do art. 264 procura estabelecer o valor de realização do patrimônio da companhia (...)*

(...)

*A segunda imputação também me parece procedente. O laudo de Braskem e Triken também não avaliou os ativos intangíveis das empresas, como marcas e patentes. Contrariamente ao que afirma a defesa, estes ativos intangíveis estavam contabilizados no balanço das companhias, mas pelo custo histórico, que normalmente é muito inferior ao seu valor de realização.*

Registre-se, todavia, que o laudo procedeu corretamente quando deixou de computar o aviamento ou goodwill das empresas. Segundo a definição jurídica clássica, o aviamento ou goodwill é justamente o valor adicional que resulta da exploração organizada da atividade empresarial. **Quando a atividade empresarial cessa e o patrimônio da empresa é realizado, o aviamento ou goodwill deixa de existir. Logo, ele não tem nenhum valor de realização.**

(trechos do voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto no PAS 08/05 – grifos nossos)

14. A leitura dos votos acima corrobora o entendimento de que, apesar da avaliação do PL a preços de mercado dever, a princípio, levar em consideração os ativos intangíveis, nem todos os ativos dessa natureza devem ser computados, mas somente aqueles passíveis de individualização, em um cenário de liquidação ordenada. Além disso, é evidenciada a diferença entre o cálculo do valor da empresa quando em exploração ("o valor presente do fluxo de caixa da empresa") e seu valor de liquidação (que representa a metodologia do PL a preços de mercado), sendo que, neste último, não deve ser considerado o chamado "goodwill".
15. Vale ainda citar duas cartas redigidas pelo Professor Eliseu Martins (previamente à elaboração de um parecer) sobre o assunto em questão, apresentadas no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-14245, cujas cópias encontram-se em anexo, às fls. 101/107. Transcrevo trechos dos mencionados documentos:

*"Sou indagado a respeito da utilização de critério misto de avaliação na mensuração de ativos para fins de incorporação de ações, especificamente na situação em que um dos ativos é participação societária em outra sociedade ou então quando um determinado conjunto de ativos possui valor econômico diferente do que a soma dos preços individuais de mercado de seus componentes.*

*Mais especificamente, indagam se, para fins de apuração do patrimônio líquido a preços de mercado (art. 264 da Lei das S/A), seria correto substituir o valor da avaliação individual de cada item do ativo por suposto preço pelo qual ativos agrupados em uma sociedade ou considerados conjuntamente – e não individualmente – teriam sido transacionados em uma negociação específica.*

(...)

*Sabidamente, por doutrina e inclusive por disposição normativa da CVM, quando da avaliação do "patrimônio líquido a preços de mercado" os ativos e passivos são todos avaliados a seus respectivos preços individualmente tomados para venda no mercado, **sem quaisquer efeitos de sinergia**, sem a inclusão de fatores intangíveis não contabilizáveis, ou, em certa circunstância, mesmo quando contabilizados alguns desses intangíveis, **se forem representativos de elementos que não têm vida própria e que não podem ser comercializados independentemente** (como é o caso do ágio pago por expectativa de rentabilidade futura, etc.).*

(...)

*Numa situação diferente, se o ativo não for uma participação societária, e sim um conjunto de ativos operacionais, por exemplo, que possui avaliação a mercado por um montante diferente do que a soma algébrica dos seus preços de mercado individualmente tomados, o mesmíssimo raciocínio se aplica. **Quando se avalia um conjunto de ativos a valor econômico, dentro dele estarão inseridos todos os efeitos dos fatores intangíveis (sinergia, nome, tecnologia etc.) que têm que ser eliminados quando se utiliza como base o patrimônio líquido a preços de mercado.***

(...)

*Esta hipótese mostra que avaliar todos os demais ativos e passivos de uma sociedade pelos seus respectivos valores individuais de mercado, **mas atribuir a um investimento societário ou a um conjunto de ativos operacionais o seu preço de venda como entidade em marcha constitui duplicidade de critério e chance de possíveis arbitrariedades inadmissíveis no mercado de capitais**".*

(trechos de cartas elaboradas previamente a um parecer pelo Prof. Eliseu Martins, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-14245 – grifos nossos)

16. As palavras do Professor Eliseu Martins demonstram, mais uma vez, que as sinergias entre os diferentes ativos de uma sociedade em operação não devem ser consideradas na avaliação do PL a preços mercado. Além disso, o Professor alerta sobre os perigos que podem ocorrer na combinação de distintos critérios de avaliação dentro da referida metodologia, razão pela qual tal combinação não seria admitida.

### **II.3 O caso concreto: analisando o laudo de avaliação da Invitel**

17. O laudo de avaliação da Invitel (fls. 108/136v), apresentado previamente à AGE em tela, foi preparado pela Apsis Consultoria Empresarial Ltda. ("Apsis" ou "Avaliador"), com a finalidade de apresentar os três valores dispostos no inciso II do *caput* do art. 256 da LSA, conforme descrito a seguir:

**Art. 256.** *A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:*

*I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou*

*II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:*

*a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação;*

*b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);*

*c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.*

18. Entre os resultados calculados no referido laudo de avaliação (apenas para os dois últimos critérios, tendo em vista que a Invitel não possui ações de sua emissão negociadas em mercado), o maior valor encontrado foi o resultante da metodologia de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado (alínea 'b'), de R\$ 1,71 por ação (fls. 108v).
19. Observando-se o citado laudo de avaliação, na seção que trata da avaliação do patrimônio líquido da Invitel a preços de mercado, é informado que o saldo da rubrica "Participação em Controladas" foi ajustado "pelos efeitos dos ajustes a mercado refletidos nos patrimônios líquidos das controladas avaliadas" (fl. 113v). Na mesma seção, é informado que o critério de avaliação dos ativos intangíveis é o valor de mercado de tais ativos (fl. 113v).



20. O cerne da questão refere-se à avaliação específica de um ativo intangível da BrT, qual seja, o "Contrato de Concessão de Serviço Público – Telefonia Fixa" ("Contrato de Concessão"). De acordo com o citado laudo de avaliação (fl. 130):

*"Para a avaliação do Contrato de Concessão, elaboramos o fluxo de caixa do negócio telefonia fixa ao longo da vida útil remanescente da concessão (17 anos), em regime stand alone, considerando potenciais sinergias decorrentes do processo de aquisição descrito neste laudo. Acrescentamos também o valor residual do imobilizado e capital de giro ao final da concessão. Após calcularmos o valor presente deste fluxo, através de uma taxa de desconto apropriada ao segmento, deduzimos os ativos operacionais tangíveis (capital de giro e imobilizado) a preços de mercado, de forma a extrair o valor intrínseco do Contrato de Concessão". (grifos nossos)*

21. Da leitura do trecho acima, verifica-se que o valor de mercado do Contrato de Concessão, para fins da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da BrT e, conseqüentemente, de sua controladora indireta Invitel, foi calculado mediante a aplicação da metodologia do fluxo de caixa descontado. Do valor presente obtido pelo desconto dos fluxos de caixa do negócio de telefonia fixa, foram deduzidos os valores, a preços de mercado, do imobilizado e do capital de giro, de forma a isolar o valor do ativo intangível Contrato de Concessão da BrT. A tabela abaixo descreve tais cálculos (fl. 130):

**Valor Econômico - Concessão Telefonia Fixa BrT (R\$ milhões)**

1) Fluxo de caixa descontado	25.698
2) Valor residual (imobilizado e capital de giro)	6.193
3) Valor residual descontado	1.588
4) Valor Operacional - Telefonia Fixa (= 1 + 3)	27.286
5) Capital de giro (valor de mercado atual)	(460)
6) Imobilizado (valor de mercado atual)	(10.809)
7) Valor do ativo intangível - Contrato de Concessão (= 4 - 5 - 6)	16.017
Taxa de desconto utilizada	8,3%

22. A aplicação dessa metodologia resultou em um valor de R\$ 16,017 bilhões para o ativo intangível Contrato de Concessão. Isto representou um incremento de R\$ 15,951 bilhões (ou 37765%) no ativo intangível da BrT, que originalmente era de R\$ 42,3 milhões (fls. 121v), e foi o principal responsável pelo ajuste a mercado do patrimônio líquido da BrT, no valor de R\$ 19,769 bilhões (fls. 122). Através da equivalência patrimonial, ascendendo a cadeia societária da Invitel (BrT → BrTP → Solpart → Techold Participações S.A. → Invitel), o ajuste a mercado do Contrato de Concessão explica a maior parte do ajuste a mercado do patrimônio líquido da Invitel, que passou de R\$ 925 milhões para R\$ 2,969 bilhões (fls. 120). O quadro abaixo resume tais cálculos:

Valores em R\$ MM		Ajustes a mercado				
		PL Original	Intangível	Outros ativos	Total	PL Final
Brasil Telecom		5.654	15.951	3.818	19.769	25.423
% no capital da controlada		PL Original	Controlada	Outros ativos	Total	PL Final
Brasil Telecom Part.	67,27%	5.308	13.299	77	13.376	18.684
Solpart	18,86%	1.678	2.522	(274)	2.248	3.926
Techold	99,98%	1.008	2.248	(204)	2.043	3.052
Invitel	100,00%	925	2.043	(0)	2.043	2.969

23. Entendo que a metodologia descrita acima, utilizada para o cálculo do valor do ativo intangível Contrato de Concessão, não coaduna com o critério de avaliação do PL a preços de mercado, disposto no artigo 256, inciso II, alínea "b", da LSA. Conforme descrito anteriormente, na avaliação do PL a preços de mercado, cada ativo deve ser avaliado individualmente e isoladamente, em um cenário de liquidação ordenada. Isto significa que o valor de cada ativo deve ser apurado como se fosse vendido separadamente, independente de outros bens ou direitos. Eventuais sinergias existentes entre os ativos, ou o valor adicional obtido pela combinação de ativos diversos, não deve ser considerada na metodologia aqui abordada. Mesmo em relação a ativos intangíveis, tal entendimento deve prevalecer, sob pena de estar-se incorrendo em duplicidade de critérios.

24. Ao calcular o valor do Contrato de Concessão utilizando-se do fluxo de caixa descontado, o Avaliador praticou exatamente o que é vedado pela metodologia da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, pois considerou a geração de valor resultante da combinação não de alguns, mas de todos os ativos empregados na atividade de telefonia fixa da BrT.

25. Em termos práticos, ao utilizar o fluxo de caixa descontado para calcular o valor do Contrato de Concessão (que, por sua natureza, engloba toda a operação de telefonia fixa da BrT), o Avaliador considerou a totalidade do valor econômico de tal operação. Esse valor foi apenas repartido em duas partes distintas: parte foi alocada diretamente nos ativos tangíveis (deduzidos do valor presente do fluxo de caixa) e o restante foi alocado no valor do ativo intangível Contrato de Concessão. Ou seja, dentro desse restante, encontra-se toda a sinergia entre os ativos, representando o resultado do emprego organizado de tais ativos na execução da operação de telefonia fixa. Trata-se do aviamento ou "goodwill econômico", que está, desta forma, considerado no valor do PL a preços de mercado da BrT e, conseqüentemente, da Invitel, contrariando o próprio conceito básico de tal critério de avaliação.

26. O próprio laudo de avaliação deixa claro este raciocínio, quando se refere, na tabela que demonstra o cálculo do valor do Contrato de Concessão, que é calculado o "Valor Econômico" ou o "Valor Operacional" da concessão de telefonia fixa, e que o valor do Contrato de Concessão é exatamente a diferença entre o "Valor Operacional" e os ativos tangíveis empregados na execução da atividade de telefonia fixa. Na mesma página, é informado que foram ainda consideradas "potenciais sinergias decorrentes do processo de aquisição descrito neste laudo", o que significa que não apenas as sinergias entre os ativos da BrT foram computadas, mas também sinergias com ativos e atividades da própria Telemar, o que, reitero, seria vedado pela metodologia do PL a preços de mercado.

27. Cumpre salientar que não estou afirmando que a metodologia empregada pela Apsis para o cálculo do valor do ativo intangível Contrato de Concessão seja uma metodologia incorreta do ponto de vista econômico-financeiro. Neste sentido, a Companhia traz, em sua manifestação, trecho do *Guidance Note 4* do *International Valuation Standard Council*, que daria suporte à metodologia empregada. Afirmando, entretanto, que tal metodologia não poderia ser aplicada especificamente no âmbito de avaliação pelo critério do PL a preços de mercado, pelos motivos já descritos.
28. Adicionalmente, ressalto que não está em questão o mérito da avaliação em si, as premissas adotadas ou a adequação dos valores resultantes. O que está sendo criticada é a própria metodologia de avaliação, pois o artigo 256 é categórico ao enumerar os critérios que devem servir de base de comparação com o preço de aquisição do controle da sociedade mercantil adquirida. O critério de avaliação do PL a preços de mercado, mencionado na alínea 'b' do inciso II do *caput* do referido dispositivo legal, não pode ser transformado, por meios transversos, em uma avaliação do valor econômico da companhia, sob pena de descumprimento do mencionado dispositivo.
29. A Companhia, em defesa da metodologia adotada para o cálculo do valor do Contrato de Concessão, transcreve trechos do voto da Presidente da CVM Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, no âmbito do PAS nº 25/03, que, dentre outros assuntos, abordou a questão de avaliação de um contrato de concessão de telefonia celular no âmbito de uma avaliação de PL a preços de mercado. Segue transcrição de trechos do referido voto:

*"O laudo de PL a mercado não é capaz de refletir o valor de uma empresa, dadas as limitações de sua metodologia.*

*Por ser previsto para avaliar os itens do patrimônio da companhia um a um, separadamente, ao preço provável de realização de venda ordenada no mercado, esse método não apreende o valor do negócio em marcha. Ele não teria como refletir o valor do conjunto de fatores sendo geridos e em andamento, pois, no mínimo, não abrange a avaliação do goodwill da companhia objeto. É diferente, portanto, de avaliações sobre o valor econômico de negócios ou, como chamado pela Comissão de Inquérito, sobre o valor justo a pagar.*

*Penso que toda a prática do nosso mercado corrobora essa opinião de que o laudo de PL a valores de mercado não é capaz de refletir o valor de uma companhia em funcionamento. Como exemplo, pode-se examinar uma situação em que o avaliador é demandado a escolher, entre as várias metodologias admitidas, aquela que pode refletir o valor justo da empresa, como é o caso do art. 4º, § 4º, da Lei das S.A., na apuração do preço a ser oferecido na oferta pública obrigatória de cancelamento de registro de companhia aberta. Não me lembro de um caso de empresa com negócio em marcha em que a metodologia escolhida pelos avaliadores tenha sido o PL a mercado.*

(...)

*Passando a tratar das alegadas irregularidades no tocante à avaliação da concessão da Oi, a Comissão de Inquérito procurou deconstituir as duas premissas apresentadas pela Ernst & Young para justificar a avaliação pelo valor contábil, quais sejam, de que inexistiria mercado para estimar o valor de reposição da concessão e de que o valor da concessão seria recuperável através de suas operações.*

(...)

*Nesse sentido, acolho o entendimento do professor Eliseu Martins. Seu parecer, no que toca especificamente à avaliação da concessão da Oi (...), inicia por contextualizar que o valor da concessão, por ter sido formado em procedimento disputado de leilão público, era um valor de mercado à época e que, quando da operação questionada neste processo, não havia passado mais do que 10% do prazo de sua vida útil econômica, considerado o prazo da concessão.*

*Em seguida, destaca que as licenças de exploração de que se cuida não possuem um verdadeiro mercado de compra e venda por ser cada licença virtualmente única:*

*"As licenças desse tipo de exploração sendo discutidas nem podem ter um verdadeiro mercado de compra e venda, eis que cada licença é praticamente única, pois válida para exploração de determinado serviço, dentro de certas condições específicas e próprias (como banda, no caso da telefonia celular), numa determinada e restrita área geográfica específica, etc. E essa licença específica da Oi era única, de uma certa banda, com características ímpares, como, por exemplo, a de permitir ligações internacionais; as novas licenças outorgadas para aquela região, licitadas nos anos seguintes, não mais contiveram essas características todas."*

(...)

*"Concluo, portanto, pelo acerto do entendimento, defendido pela Ernst & Young e pelas defesas, de que **o valor da concessão da Oi não poderia ser avaliado a preços de mercado, por inexistência de mercado**, e que tampouco deveria ter sido reduzido pela constatação de que não seria recuperável."*(grifos nossos)

30. Ao considerar-se tal pronunciamento, é necessário esclarecer que, no caso supracitado, o avaliador havia mantido o valor contábil da concessão de telefonia celular da Oi para fins da avaliação do PL a valor de mercado. Por não haver mercado de referência para tal concessão, a Presidente da CVM, em seu voto, pronunciou-se no sentido de que tal concessão não poderia ser avaliada a preços de mercado.
31. Isto não significa, entretanto, que, no caso em tela, devido à inexistência de um mercado que poderia tornar inviável a avaliação do preço de mercado da concessão detida pela BrT, pudesse ser adotado para avaliar o Contrato de Concessão um critério incompatível com o conceito da avaliação do PL a preços de mercado (como o fluxo de caixa descontado efetuado no caso, pelos motivos já expostos).

#### Natureza do Contrato de Concessão

32. Sem prejuízo de todo o exposto e das conclusões alcançadas, ao analisar a presente questão, torna-se válida a seguinte observação, como ponto para reflexão: a natureza do Contrato de Concessão, pelas razões descritas a seguir, poderia eventualmente levar um avaliador a desconsiderar o valor de tal ativo intangível no cômputo do valor do patrimônio líquido a preços de mercado.
33. Os contratos de concessão do setor de telecomunicações são disciplinados pela Lei nº 9.472/97. O artigo 98 do citado diploma legal trata da possibilidade da transferência do contrato de concessão:

*"Art. 98. O contrato de concessão poderá ser transferido após a aprovação da Agência desde que, cumulativamente:*

*I - o serviço esteja em operação, há pelo menos três anos, com o cumprimento regular das obrigações;*

*II - o cessionário preencha todos os requisitos da outorga, inclusive quanto às garantias, à regularidade jurídica e fiscal e à qualificação técnica e econômico-financeira;*

*III - a medida não prejudique a competição e não coloque em risco a execução do contrato, observado o disposto no art. 7º desta Lei".*

(grifos nossos)

34. Esta mesma regra encontra-se repetida no corpo dos contratos de concessão das empresas de telefonia brasileiras, como, por exemplo, na Cláusula 19.1 do Contrato PBOA/SPB N°109/2006-ANATEL, entre a Anatel e a BrT (fls. 137/138):

**"Cláusula 19.1.** A transferência da concessão ou do controle, direto ou indireto, da Concessionária poderá ser autorizada pela Anatel, observado o Plano Geral de Outorgas e a Lei nº 9.472, de 1997, quando:

I – o cessionário preenche todos os requisitos estabelecidos nos termos do art. 97 e 98 da Lei nº 9.472, de 1997; e

II – a medida não prejudique a competição e **não coloque em risco a execução do Contrato** e as normas gerais de proteção à ordem econômica.

**Parágrafo único.** O descumprimento de qualquer disposição constante desta cláusula importará na caducidade da presente concessão." (grifos nossos)

35. Pela leitura de tais dispositivos, a transferência da concessão de telefonia só poderia ser efetuada caso não fosse colocada em risco a execução do próprio contrato de concessão, ou seja, caso o comprador de um contrato de concessão pudesse, imediatamente após a aquisição de tal contrato, continuar com a plena execução da prestação dos serviços de telefonia objeto de tal contrato.
36. Essa disposição legal peculiar ao Contrato de Concessão poderia prejudicar sua valoração, como ativo intangível, no âmbito de uma avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado. Como já visto, tal metodologia de avaliação requer que cada ativo seja avaliado isoladamente, em um panorama de mercado, poderia considerar questionável a inclusão do valor do ativo intangível Contrato de Concessão no cômputo da avaliação do PL a preços de mercado da BrT e, conseqüentemente, da Invitel.
37. Assim, dado que é razoável supor que, em uma liquidação ordenada, haveria diversos compradores para os diversos ativos de uma sociedade, seria difícil imaginar uma situação em que o Contrato de Concessão de telefonia fixa da BrT fosse alienado para um comprador que pudesse dar execução imediata à prestação de serviços de telefonia, sem colocar em risco a própria execução do Contrato de Concessão, pois este comprador não possuiria os ativos tangíveis necessários à consecução dos serviços de telefonia fixa.
38. Desta forma, estando em risco a execução do Contrato de Concessão, sua transferência, em uma liquidação ordenada de ativos, seria vedada por lei. Não sendo passível de alienação de forma individual e isolada, entendo que, a princípio, o avaliador, ao aplicar o critério de avaliação do PL a preços de mercado, poderia considerar questionável a inclusão do valor do ativo intangível Contrato de Concessão no cômputo da avaliação do PL a preços de mercado da BrT e, conseqüentemente, da Invitel.

#### **II.4 Conseqüências da irregularidade na elaboração do laudo de avaliação**

39. Uma eventual correção na avaliação do patrimônio líquido da Invitel a preços de mercado, a princípio, acarretaria uma redução substancial no resultado obtido por tal critério, pois a avaliação do ativo intangível Contrato de Concessão da BrT pelo método do fluxo de caixa descontado representou a principal explicação dos ajustes a mercado efetuados no patrimônio líquido da Invitel. A tabela a seguir demonstra o resultado (no PL da Invitel) de um exercício hipotético, no qual não foi considerado nenhum ajuste no valor contábil dos ativos intangíveis da BrT:

<u>Valores em R\$ MM</u>		PL Original	<u>Ajustes a mercado</u>			PL Final
			Intangível	Outros ativos	Total	
Brasil Telecom		5.654	-	3.818	3.818	9.472
			<u>Ajustes a mercado</u>			
	% no capital da controlada	PL Original	Controlada	Outros ativos	Total	PL Final
Brasil Telecom Part.	67,27%	5.308	2.569	77	2.646	7.954
Solpart	18,86%	1.678	499	(274)	225	1.902
Techold	99,98%	1.008	225	(204)	20	1.029
Invitel	100,00%	925	20	(0)	20	946

40. Como conseqüência de tal redução na avaliação, o preço da aquisição do controle da Invitel pela Telemar ultrapassaria uma vez e meia o maior dos valores tratados no inciso II do *caput* do artigo 256 da LSA (que ainda seria o resultante da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado), o que, nos termos do parágrafo 2º do mesmo artigo, implicaria no direito de retirada dos acionistas dissidentes da deliberação da AGE a respeito da ratificação da aquisição do controle da Invitel pela Telemar. Esta constatação está demonstrada no quadro a seguir:

<u>Invitel</u>	<u>Laudo Original</u>	<u>Laudo "Corrigido"</u>
PL a preços de mercado (R\$ MM)	2.969	946
<u>Número de ações (MM)</u>	<u>1.731</u>	<u>1.731</u>
Valor por ação - PL a preços de mercado (R\$)	1,71	0,55
Valor por ação - aquisição da Invitel (R\$)	2,35	2,35
<b>"Múltiplo" - art. 256, II, LSA</b>	<b>1,37x</b>	<b>4,30x</b>

41. Vale mencionar que, de acordo com o artigo 12 do Estatuto Social da Telemar, "o valor de reembolso a ser pago pela Companhia [Telemar], nos casos previstos em Lei, será o valor econômico da Companhia dividido pelo número total de ações, sendo tal valor econômico apurado em avaliação, nos termos da Lei nº 6.404/76, com as alterações dadas pela Lei nº 9.457, de 05.05.1997".

#### **II.5 Considerações adicionais**

42. Examinando diversos laudos de avaliação pelo critério do patrimônio líquido a preço de mercado, verifica-se que a maioria dos laudos mantêm os mesmos a valor contábil, sem ajustes. Alguns exemplos (Amazônia Celular S.A., Energisa Nova Friburgo – Distribuidora de Energia S/A, Telemig Celular S/A, Tele Sudeste Celular S.A., Tim Participações S.A.) encontram-se às fls. 139/155v.
43. Entretanto, em duas oportunidades anteriores, a própria Apsis elaborou laudos de avaliação do PL a preços de mercado da BrT, nos quais foi utilizada a mesma metodologia (fluxo de caixa descontado) para avaliar o Contrato de Concessão de telefonia fixa (fls. 156/159). Em sua manifestação (parágrafo 11 retro), a Telemar argumenta que os "Reclamantes, somente agora, venham apontar a alegada – mas inexistente – deficiência no laudo, quando este mesmo critério e procedimento foi adotado no que se refere à avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da BRT, na forma do art. 264 da Lei das S.A., nas operações que envolveram a incorporação da BRTP na BRT, a incorporação da Solpart, Invitel e Copart 1 na BRTP e a incorporação da Copart 2 na BRT, todas públicas e devidamente divulgadas ao mercado".
44. Em que pese a argumentação da Telemar, no sentido de que não houve reclamação sobre a utilização desse mesmo procedimento em ocasiões anteriores, em que se estava diante da aplicação do art. 264 da LSA (ocasiões nas quais a aplicação de tal procedimento teria sido benéfica aos "Reclamantes"), a CVM não está impedida de, caso instada a examinar especificamente a questão, proceder à análise devida e constatar eventuais irregularidades presentes, procedendo às devidas medidas legais e regulamentares. Cumpre salientar que, em princípio, a CVM não entra no mérito do processo de elaboração de laudos de avaliação, todavia, caso solicitada, esta Autarquia não pode se furtar de examinar a questão apresentada.

## **I. CONCLUSÃO**

2. Diante de todo o exposto, concluo que a deliberação proposta à Assembléia Geral Extraordinária de Telemar Norte Leste S.A., marcada para o dia 14 de dezembro de 2010, às 10:30 horas, viola o disposto no artigo 256, *caput*, inciso II, alínea 'b', da Lei nº 6.404/76, na medida em que foi utilizada, irregularmente, a metodologia do fluxo de caixa descontado, incluindo a capacidade de geração de lucros pelo emprego ordenado dos ativos de telefonia fixa, no cálculo do valor do ativo intangível Contrato de Concessão de telefonia fixa da BrT, para fins da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da Invitel S.A..
3. Tendo em vista que já foi constatada a ilegalidade descrita acima, entendo que, caso o Colegiado concorde com a presente opinião, não seria necessária a interrupção, por até 15 dias, do curso do prazo de antecedência de convocação da referida AGE, devendo a Companhia ser informada de pronto sobre tal ilegalidade.
4. Caso o Colegiado discorde dessa opinião quanto à infração ao art. 256, II, "b", da LSA, entendo que seria o caso de acatar o pedido "alternativo" do reclamante (parágrafo 10, 'b' retro), no sentido de aumentar, para até 30 dias, o prazo de antecedência para a publicação do primeiro anúncio de convocação da referida AGE, nos termos do parágrafo 5º, I, do artigo 124 da mesma lei, por tratar-se de matéria que, por sua complexidade, exige maior prazo para que possa ser conhecida e analisada pelos acionistas.
5. Isto posto, sugiro o encaminhamento do presente processo a Superintendência Geral, para posterior envio ao Colegiado para deliberação, nos termos da Instrução CVM nº372/02, a fim de deliberar sobre o pedido de interrupção ou adiamento em questão, nos termos do parágrafo 5º do artigo 124 da Lei das S/A.

Atenciosamente,

Dov Rawet

Analista GEA-4

De acordo, em 10/12/2010,

Juliana Vicente Bento

Gerente de Acompanhamento de Empresas – 4

De acordo, em 10/12/2010,

Elizabeth Lopez Rios Machado

Superintendente de Relações com Empresas