

Assunto: Pedido de registro de OPA Unificada, por alienação de controle e para Saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, de NET Serviços de Comunicação S.A. — Processos CVM nº RJ-2012-6422 e RJ-2012-8580

Senhor Superintendente Geral,

Requer o Banco Itaú BBA S.A, juntamente com Embratel Participações S.A. ("Embrapar"), Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. ("Embratel") e GB Empreendimentos e Participações S.A. ("GB") (juntas, "Ofertantes") o registro de oferta pública unificada de aquisição de ações ("OPA Unificada"), por alienação de controle e para Saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, de NET Serviços de Comunicação S.A. ("Companhia" ou "NET"), cuja análise é tratada no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-6422.

Paralelamente ao referido Processo de análise de OPA, esta área técnica recebeu expedientes, protocolados na CVM em 20/07, 30/07 e 10/08/2012, por um grupo de acionistas destinatários da OPA, quais sejam: (i) Mainstay Ações Master FIA; (ii) Mainstay Long Short FIM; (iii) Mainstay Multiestratégia Master FIM; (iv) Nest ARB Master FIM; (v) Nest Ações Master FIA; (vi) UV Sequóia FIM – Investimento no Exterior – Crédito Privado; (vii) UV Plátano FIM – Investimento no Exterior – Crédito Privado; (viii) UV Ipê FIM – Investimento no Exterior – Crédito Privado; e (ix) UV Baobá FIM – Investimento no Exterior – Crédito Privado ("Reclamantes").

Tais acionistas, titulares de aproximadamente 35% das ações em circulação da Companhia, alegam inconsistências no laudo de avaliação da Companhia e reclamam direito à revisão de preço prevista no art. 4º-A da Lei 6.404/76 ("LSA"), por entenderem que:

(i) a OPA Unificada ora em análise deve observar as regras da OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361, uma vez que os atuais controladores já atingiram fração superior a 1/3 do *free float*, mediante realização de OPA voluntária anteriormente;

(ii) o Estatuto Social da Companhia garantiria à OPA para Saída do Nível 2 as mesmas regras aplicáveis à OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, ainda que a oferta não visasse a essa última finalidade; e

(iii) o Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa exigiria a referida revisão de preço ao estabelecer princípios para a elaboração do laudo de avaliação da Companhia, no caso de OPA para Saída do Nível 2.

A reclamação supramencionada está sendo tratada no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-8580, e seu teor encontra-se descrito em maiores detalhes no item "IV. Alegações dos Reclamantes" abaixo.

A Companhia é inscrita no CNPJ/MF sob o nº 00.108.786/0001-65, e seu capital social é representado por 342.963.601 ações, sendo 114.459.685 ações ordinárias e 228.503.916 ações preferenciais.

Do capital total da Companhia, 91,12% das ações são detidas pela GB, sua controladora direta. Partes vinculadas representam 7,09%, enquanto ações em circulação no mercado ("*free float*") somam 1,79%.

I. Histórico dos Processos

1.1 Em 12/06/2012, as Ofertantes protocolaram o pedido de registro da OPA Unificada de NET. Originalmente, a unificação visava a três modalidades: (i) alienação de controle, nos termos do art. 254-A da LSA; (ii) saída de segmento diferenciado de governança corporativa, o Nível 2 da BM&FBovespa ("Saída do Nível 2"); e (iii) cancelamento de registro, nos termos do § 4º do art. 4º da LSA.

1.2 Como a OPA de NET contava com a modalidade do "cancelamento de registro", à mesma se aplicava a possibilidade de revisão de preço, prevista no art. 4º-A da LSA, e regulada pelo art. 24 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361"), nos seguintes termos, respectivamente:

LSA - Art. 4º-A - "Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º."; e

Instrução CVM 361 - Art. 24 - "Na revisão do preço da OPA adotar-se-á o seguinte procedimento:

I – o pedido de convocação da assembléia especial de acionistas titulares de ações em circulação, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, deverá ser formulado no prazo de 15 (quinze) dias, contado da divulgação do valor da oferta pública, nos termos do § 1º do art. 4º-A da Lei 6.404/76, e suspenderá o curso do processo de registro ou, se já concedido este, o prazo do edital da OPA, adiando o respectivo leilão, devendo o ofertante providenciar a publicação de aviso de fato relevante dando notícia do adiamento e da data designada para a assembléia especial;"

1.3 Já em Fato Relevante datado de 21/06/2012 NET divulgou ao mercado que titulares de ações em circulação solicitaram a revisão de preço da OPA, nos seguintes termos:

"Net Serviços de Comunicação S.A. ("NET" ou "Companhia") vem a público, em atenção ao disposto no parágrafo 4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/76, e na Instrução nº 358/02 da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), comunicar aos seus acionistas e ao público em geral, na sequência dos Fatos Relevantes divulgados em 06 e 08 de junho de 2012, que recebeu correspondência subscrita por acionistas representando mais de 10% das ações da Companhia em circulação no mercado, por meio da qual foi solicitada a convocação de Assembleia Geral Especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação das ações de emissão da Companhia, no âmbito da oferta pública unificada para a aquisição de todas as ações ordinárias e preferenciais de emissão da NET, incluindo as ações subjacentes às American Depositary Shares e ações negociadas na LATIBEX, a ser lançada em conjunto pela Embratel Participações S.A. e por suas controladas, Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – EMBRATEL e GB Empreendimentos e Participações S.A.

A NET informa que a referida correspondência foi encaminhada ao seu Conselho de Administração, a quem cabe convocar a referida Assembleia Geral Especial, para as devidas providências."

1.4 Em Fato Relevante datado de 06/07/2012, NET comunicou ao mercado que Embrapar desistiu de formular a OPA para cancelamento de registro, prosseguindo apenas com as OPA por alienação de controle e para Saída do Nível 2, nos seguintes termos:

"Net Serviços de Comunicação S.A. ("NET" ou "Companhia") vem a público, em atenção ao disposto no parágrafo 4º do artigo 157 da Lei nº 6.404/76, e na Instrução nº 358/02 da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), comunicar que a Embratel Participações S.A. ("Embrapar") divulgou, em 05 de julho de 2012, Fato Relevante por meio do qual informou sua decisão de desistir da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta da NET.

Adicionalmente, a Embrapar comunicou que promoverá, em conjunto com suas controladas, Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – EMBRATEL e GB Empreendimentos e Participações S.A., apenas a oferta pública por alienação de controle da NET e para descontinuidade, pela Companhia, das práticas diferenciadas de governança corporativa do Nível 2 da BM&FBOVESPA, ao preço de R\$ 26,64 por ação, independentemente da classe ou espécie, corrigido pela variação do CDI entre 08 de junho de 2012 e a data de realização do leilão da oferta, inclusive, conforme havia sido divulgado por meio do Fato Relevante da Embrapar de 07 de junho de 2012.

Por fim, a Embrapar informou que apresentará a CVM nova minuta do Edital e dos demais documentos necessários para registro da oferta pública nos termos mencionados acima."

1.5 Mais precisamente, essa possibilidade de desistência da OPA para cancelamento de registro de NET, caso fosse solicitada a revisão de preço - o que acabou ocorrendo, já havia sido prevista pela Embrapar, em fato relevante datado de 08/06/2012, nos seguintes termos:

"Por fim, a Embrapar declarou que se reserva o direito de desistir da oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta da NET na hipótese de que acionistas representando 10% (dez por cento) ou mais das ações da NET em circulação no mercado venham requerer a convocação de assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação, nos termos do art. 4º-A da Lei 6.404/76. Neste caso, a Embrapar poderá prosseguir apenas com as ofertas públicas por alienação de controle e para descontinuidade, pela NET, das práticas diferenciadas de governança corporativa do Nível 2 da BM&FBOVESPA, mantendo-se, entretanto, o Preço da Oferta."

1.6 Assim, em 19/07/2012, recebemos novo protocolo, em que as Ofertantes solicitaram o registro de OPA Unificada apenas por alienação de controle e para Saída do Nível 2 de NET, nos termos constantes do item "III. Características da OPA Unificada" abaixo.

1.7 Em 20/07/2012, os Reclamantes protocolaram o expediente em que alegam direito à revisão do preço de que trata o art. 4º-A da LSA, nos termos mencionados acima, pelo que instauramos o Processo CVM nº RJ-2012-8580.

1.8 Em 27/07/2012, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº231/2012, solicitando que as Ofertantes se manifestassem sobre o tema da reclamação tratada no Processo CVM nº RJ-2012-8580, o qual consta do item "IV. Alegações dos Reclamantes" abaixo.

1.9 Em expedientes protocolados na CVM 10 e 24/08/2012, as Ofertantes responderam ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº231/2012, nos termos do item "V. Alegações das Ofertantes" abaixo. A resposta das Ofertantes conta, ainda, com dois pareceres de advogados, das lavras de Nelson Eizirik e de Luiz Leonardo Cantidiano ("Parecer Eizirik" e "Parecer Cantidiano", respectivamente).

1.10 Em 02/08/2012, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº233/2012 à BM&FBovespa, solicitando *"esclarecer se os procedimentos das OPA para Saída do Nível 2 de Governança Corporativa e para Saída do Novo Mercado, conforme constam dos respectivos regulamentos, preveem o direito à revisão do preço de que tratam os art. 4º-A da LSA e art. 24 da Instrução CVM 361"*, uma vez que essa era uma das alegações dos Reclamantes.

1.11 Em 10/08/2012, a BM&FBovespa encaminhou resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº233/2012, esclarecendo que, *"para fins de ofertas públicas de aquisição de ações exclusivamente para saída dos segmentos diferenciados de listagem – Novo Mercado e Nível 2 de Governança Corporativa, os respectivos regulamentos não preveem o direito à revisão de preço de que tratam os artigos 4º-A da Lei nº 6.404/76 e 24 da Instrução CVM nº 361/02"*.

1.12 A resposta da BM&FBovespa contava, ainda, com a seguinte redação:

"Esclarecemos que, ao contrário do que foi alegado pelos acionistas da NET Serviços de Comunicação S.A., a referência à Seção X do Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa contida no item 11.2 diz respeito exclusivamente ao procedimento de escolha dos avaliadores disposto no item 10.1. do mesmo regulamento.

Adicionalmente, notamos que o item 10.4 do Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa tem como intuito apenas alertar as companhias listadas de que, além das disposições nele contidas, deverão ser observadas as normas legais e regulamentares quando do cancelamento do registro de companhia aberta."

1.13 Em 16/08/2012, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº248/2012 às Ofertantes, com exigências a serem atendidas nos documentos que instruem a OPA Unificada de NET.

1.14 Em 14/09/2012, as Ofertantes responderam ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº248/2012.

1.15 Em 02/10/2012, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº290/2012 às Ofertantes, com reiteração de exigências não atendidas por conta da resposta ao Ofício anterior.

1.16 Em 22/10/2012, as Ofertantes responderam ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº290/2012, atendendo-o plenamente, contemplando, inclusive, as questões apontadas pelos Reclamantes como inconsistências no laudo de avaliação da Companhia.

II. A Alienação do Controle de NET

2.1 Em 27/06/2004, NET era controlada diretamente por GB, com 51% de seu capital votante. Naquela mesma data, GB tinha todo o seu capital social detido por Globo Comunicação e Participações S.A. ("Globopar"), Distel Holding S.A. e Roma Participações LTDA, todas do Grupo Globopar, o qual detinha também participação direta em NET.

2.2 Ainda naquela data, o Grupo Globopar celebrou contrato de compra e venda com LATAM do Brasil Participações S.A ("LATAM"), subsidiária da companhia mexicana Teléfonos de México S.A. de CV ("Telmex"), por meio do qual comprometeu-se a alienar participação minoritária em NET e em GB para a LATAM, no âmbito de um processo de readequação do endividamento financeiro de NET.

2.3 Em 21/03/2005, tal alienação foi concretizada, ao preço de US\$ 0,2311 por ação de emissão de GB e de NET (valor idêntico para as ações de emissão de ambas as companhias), tendo LATAM assumido diretamente 49% do capital votante de GB e 38% do capital votante de NET.

2.4 Vale esclarecer que GB é uma sociedade de propósito específico (exclusivamente a participação no capital social de NET). À época, a

quantidade total de ações de emissão de NET detida por GB era idêntica à quantidade de ações representativa do capital social de GB, motivo pelo qual as ações de NET e de GB tinham valor idêntico.

2.5 Naquela mesma data (21/03/2005), em acordo de acionistas da GB, a Globopar outorgou à LATAM opção de compra para futura aquisição de ações ordinárias de emissão de GB, ao mesmo valor de US\$ 0,2311 por ação, em número que fizesse de LATAM a sua nova controladora direta, vindo a se tornar controladora indireta de NET, caso viesse a exercer a referida opção.

2.6 O exercício de tal opção, contudo, estava condicionado à autorização por parte da legislação brasileira que, à época, não permitia o controle de companhia operadora de TV a cabo por estrangeiros.

2.7 Em 28/04/2006, Embrapar, outra controlada de Telmex, sucedeu LATAM no referido acordo de acionistas.

2.8 Em 31/07/2006, GB e NET passaram por um grupamento de ações representativas de seu capital social à proporção de 15:1, de modo que o preço das ações alienadas em 21/03/2005, passou a corresponder a US\$ 3,4668 (pelo câmbio da época, R\$ 9,4155) por ação de emissão de GB ou de NET.

2.9 Em 08/10/2010, Embratel, controlada pela Embrapar, realizou OPA voluntária para aquisição de ações preferenciais de NET, adquirindo 210.838.097 ações de emissão da Companhia, representativas de 92,27% da totalidade de ações daquela espécie, ao preço de R\$ 23,00 por ação.

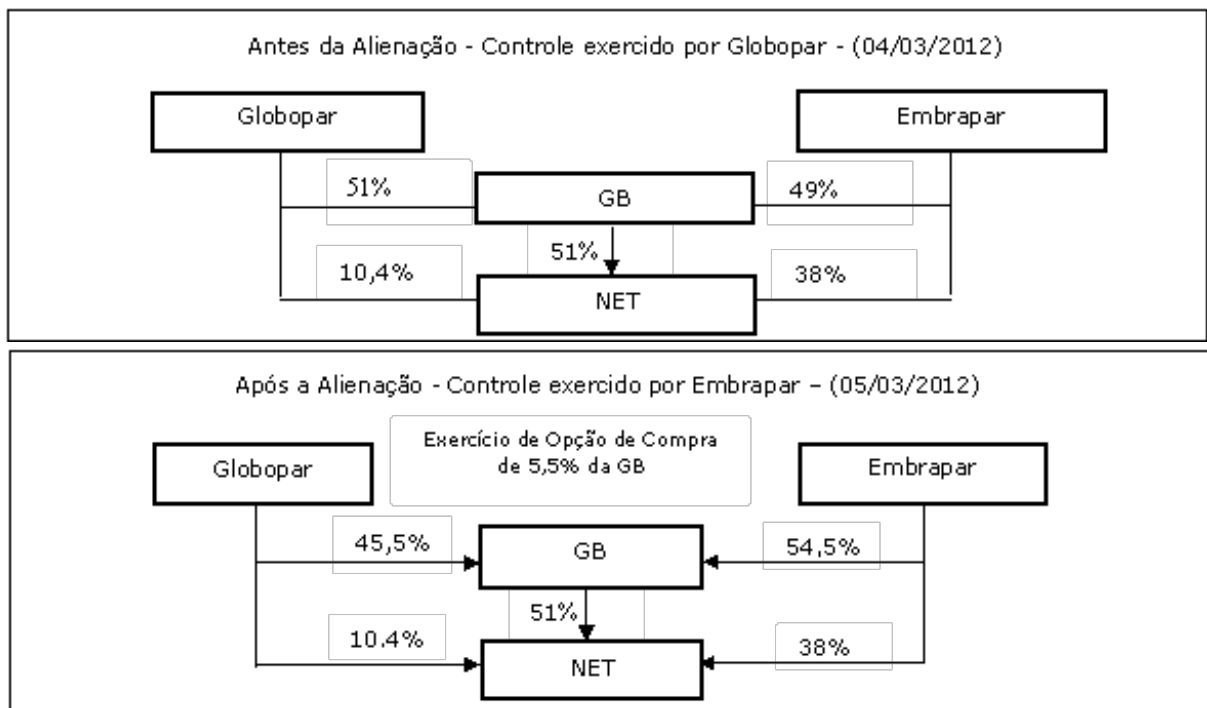
2.10 Na realização da referida OPA voluntária, Embratel já observou as regras aplicáveis a controladores e pessoas vinculadas, conforme previstas na Instrução CVM 361.

2.11 Em 12/09/2011, foi promulgada a Lei nº 12.485/11, que tornou possível o controle de sociedades que prestam serviços de TV a cabo por grupos estrangeiros. Com essa mudança legislativa, a Embrapar e a Globopar solicitaram aprovação da ANATEL para transferência do controle acionário direto de GB e, por consequência, do controle indireto de NET, sendo que tal autorização ocorreu em 05/03/2012.

2.12 Na mesma data (05/03/2012), a Embrapar exerceu a citada opção de compra, adquirindo 1.077.520 ações ordinárias de emissão da GB anteriormente detidas por Globopar, correspondentes a 5,5% do capital votante de GB, ao preço de R\$ 5,97 por ação (equivalente aos US\$ 3,4668 por ação – câmbio da época, em função do grupamento de 15:1 supramencionado).

2.13 Com isso, Embrapar atingiu 54,5% do capital votante de GB, assumindo o controle indireto de NET e a obrigação de realizar a OPA de que trata o art. 254-A da LSA, a qual deve ser estendida nas mesmas condições às ações preferenciais, por força do Regulamento do Nível 2 do segmento de Governança Corporativa da BM&FBovespa, em que NET é listada.

2.14 Para melhor compreensão, seguem dois diagramas de bloco ilustrativos da distribuição do capital votante de NET, antes e após a alienação de seu controle:



III. Características da OPA Unificada

3.1 A presente OPA Unificada visa a atender ao disposto no art. 254-A da LSA, que trata da OPA por alienação de controle e também à saída da NET da listagem do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

3.2 As ações objeto da OPA somam (i) 10.932.212 ações ordinárias (9,55% dessa espécie) e (ii) 5.423.468 ações preferenciais (2,37% dessa espécie), totalizando 16.355.680 ações de ambas as espécies. Do total das ações objeto da oferta, 10.211.969 ações ordinárias e 1.000 ações preferenciais pertencem à Globopar, considerada, a princípio, como parte vinculada às Ofertantes. Assim, apenas as ações em circulação objeto da oferta, excluídas as ações de titularidade da Globopar, totalizam 6.142.711 ações preferenciais ou ordinárias, correspondendo a um *free float* de 1,79%.

3.3 O pagamento da OPA será à vista na data da liquidação financeira do leilão, ao preço de R\$ 26,64 por ação de ambas as espécies. Tal valor será corrigido pela taxa SELIC a partir de 08/06/2012 até a data em que vier a ocorrer a liquidação financeira do leilão.

3.4 O preço das ações objeto foi definido por meio de laudo de avaliação elaborado pelo Banco BTG Pactual, que apurou o valor econômico da Companhia. A escolha do avaliador se deu em assembleia de titulares de ações em circulação, por meio de lista tríplice apresentada pelo

Conselho de Administração, de acordo com o que preceitua o Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

3.5 A oferta também será destinada aos titulares de ações de emissão da Companhia subjacentes às ADS (American Depositary Shares), bem como para os titulares de ações de emissão da Companhia no Mercado de Valores Latinoamericanos (Latibex) da Espanha.

3.6 No dia útil subsequente ao da realização do leilão, a Companhia sairá do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, independentemente do quórum de aceitação da presente oferta.

IV. Alegações dos Reclamantes

4.1 Seguem as alegações, com os grifos originais, apresentadas pelos Reclamantes, no expediente protocolado em 20/07/2012:

"Os ora requerentes são acionistas da Net há quase um ano e hoje detêm, em conjunto, cerca de 35% das ações em circulação no mercado.

Em 5 de abril de 2012, o grupo controlador da Net [1] aprovou, sob os veementes protestos dos acionistas minoritários da companhia, a realização de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta e saída do Nível 2 da BM&FBOVESPA.

Requerida pelos minoritários a convocação de assembleia especial nos termos do art. 4º-A da Lei nº 6.404/76, o grupo controlador da Net desistiu da OPA para cancelamento de registro, mantendo apenas a OPA para saída do Nível 2 e por alienação de controle.

O grupo controlador cancelou então a realização da assembleia do art. 4º-A da Lei nº 6.404/76 às vésperas da data designada, negando aos minoritários o direito à revisão do preço da oferta.

(...)

Contudo, a desistência da OPA para cancelamento de registro de companhia aberta não elimina o direito dos minoritários à revisão do preço da oferta, como se passa a demonstrar.

A saída do Nível 2 deve seguir as regras da OPA por aumento de participação

Tendo o grupo controlador adquirido nos últimos anos mais de 1/3 (um terço) das ações em circulação no mercado (hoje menos de 5% das ações estão em circulação), toda e qualquer nova aquisição de ações de emissão da Net (em especial para fins de cancelamento de práticas diferenciadas de governança corporativa) somente pode ser realizada por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 e do § 2º do art. 37 da Instrução CVM nº 361/02.

(...)

Já tendo sido atingido o limite de 1/3 – hoje a Net possui menos de 5% de suas ações em circulação no mercado –, a OPA para saída do Nível 2 da BM&FBOVESPA deve seguir as regras e procedimentos aplicáveis às OPAs por aumento de participação, por força do texto expresso do § 6º do art. 26 e do § 2º do art. 37 da Instrução CVM nº 361/02.

E às OPAs por aumento de participação se aplica o procedimento de revisão do preço da oferta assegurado no art. 4º-A da Lei nº 6.404/76.

De fato, o § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 determina que nas OPAs por aumento de participação o preço deve ser determinado nos termos do § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76. E o § 4º, na sua parte final, assegura "a revisão do preço da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A".

A OPA por aumento de participação e a possibilidade de revisão de seu preço servem para evitar o conhecido fenômeno do "fechamento branco" de capital, como ensina Modesto Carvalhosa:

"O 'fechamento branco' de capital constitui expressão utilizada pelo mercado para denominar as operações em que o acionista controlador adquire praticamente a totalidade das ações de emissão de sua controlada em circulação no mercado, sem cancelar o registro perante a CVM.

Tal operação é extremamente prejudicial aos acionistas minoritários, visto que, ao adquirir quantidade significativa das ações de emissão de sua controlada, o acionista controlador reduz a sua liquidez, inviabilizando, na prática, a negociação com tais títulos no mercado" (Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Saraiva, 2007, 5ª. ed., p. 91).

(...)

No caso da Net, o grupo controlador agravou de tal forma a falta de liquidez que hoje menos de 5% das ações estão em circulação no mercado, o que tem ensejado a imposição de multas pela BM&FBOVESPA à companhia por violação da regra de manutenção de 25% do total das ações em circulação (conforme definição de "Percentual Mínimo de Ações em Circulação" no Regulamento do Nível 2).

Assim, é inquestionável o cabimento da revisão do preço da oferta na OPA para saída do Nível 2 da BM&FBOVESPA, seja porque deve seguir as regras das OPAs por aumento de participação, seja porque a ela se aplicam todos os procedimentos das OPAs para fechamento de capital – tendo sido totalmente ilegal o cancelamento, pela administração da Net, da assembleia especial dos minoritários convocada para o dia 17 de julho de 2012.

(...)

O Regulamento do Nível 2 também assegura a revisão do preço da oferta

Mas ainda que assim não fosse, o Regulamento do Nível 2 também assegura aos minoritários a revisão do preço da oferta ao determinar, no item 11.2, que o Valor Econômico deve ser "apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento", a qual estabelece, no item 10.4, a aplicação dos mesmos procedimentos e regras previstos na legislação vigente e nas normas da CVM que regulam as OPAs para cancelamento de registro – dentre os quais se encontra justamente a possibilidade de revisão do preço da oferta .

Afinal, não seria razoável que os minoritários fossem privados de boas práticas de governança corporativa (o que só beneficia o grupo controlador e destrói valor da companhia) sem a possibilidade de pedir a revisão do preço da OPA. Ainda mais quando se têm em conta os graves erros cometidos pelo laudo produzido pelo BTG Pactual, que está em desacordo com as projeções da própria administração da companhia.

A manutenção apenas da OPA para saída do Nível 2 é maliciosa

Ademais, a desistência da OPA para cancelamento de registro, com a manutenção apenas da OPA para saída de Nível 2, é procedimento malicioso do grupo controlador da Net, empregado após várias tentativas frustradas de cancelamento de registro da companhia, destinado a forçar os minoritários a vender as suas ações a qualquer preço.

A tentativa do grupo controlador de formular OPA para saída do Nível 2 sem seguir os procedimentos da OPA por aumento de participação, sem assegurar a revisão do preço da oferta e sem condicionar a sua conclusão à aceitação de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação **só serve para ameaçar gravemente os interesses dos minoritários**.

(...)

Ora, as ações perdem valor (e a falta de liquidez fica agravada) quando a companhia (mesmo que aberta) deixa de adotar práticas diferenciadas de governança corporativa – de maneira que no caso o prejuízo causado aos acionistas minoritários é patente.

(...)

Ou seja, o expediente do grupo controlador de formular a oferta de saída do Nível 2 destina-se claramente a **constranger os minoritários** a alienar suas ações a qualquer preço.

(...)"

4.2 Ainda sobre o tema da revisão de preço, os Reclamantes acrescentam, no expediente protocolado em 09/08/2012:

"No dia 20 de março de 2012 foi convocada assembleia geral extraordinária da Net – a realizar-se em 5 de abril – para deliberar sobre a alteração do Estatuto Social, conforme proposta disponibilizada pela administração da companhia naquela mesma data.

Realizada a assembleia no dia 5 de abril, deliberou-se o seguinte, conforme consta do item "b" da respectiva ata:

*"Os Senhores acionistas detentores de ações ordinárias aprovaram, por unanimidade, a proposta de reforma do Estatuto Social da Companhia para adequá-lo ao disposto nas cláusulas mínimas obrigatórias previstas no Regulamento do Nível 2, com a consequente alteração dos artigos 1º, 5º, 9º, 10, 11, 12, 15, 20, 27, 29, 30, 32, 34, 35 e 39, inserção de novos artigos 31, 36, 37 e renumeração dos artigos 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43 e 44, todos do Estatuto Social, **conforme Proposta da Administração de 20 de março de 2012, arquivada na sede social da Companhia**".*

Ou seja, foi aprovada a proposta da administração disponibilizada aos acionistas no dia 20 de março de 2012, conforme atestado na ata com todas as letras.

Isso não obstante, ao consultar o sítio da Comissão de Valores Mobiliários e da BM&FBOVESPA, os requerentes verificaram que a administração da Net apresentou ao mercado outro Estatuto, com conteúdo diverso daquele aprovado na assembleia do dia 5 de abril.

O que chama atenção, no caso, é o fato de na versão apresentada ao mercado (não aprovada na assembleia) ter sido suprimido dispositivo relevantíssimo, que dá aos minoritários a garantia de aplicação à OPA para saída do Nível 2 (em análise pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários) das mesmas regras da OPA para cancelamento de registro.

Com efeito, diz o § 1º do art. 35 da proposta disponibilizada pela administração da Net no dia 20 de março e aprovada na assembleia de 5 de abril:

"Parágrafo primeiro – A oferta pública prevista neste artigo observará, no que for cabível, as regras de oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta perante a CVM, nos termos dos artigos 32, 33 e 34 deste Estatuto".

Em outras palavras, o expediente da administração de apresentar ao mercado versão diversa daquela aprovada em assembleia tem por objetivo suprimir direitos dos minoritários, justamente quando está em curso oferta pública para saída do Nível 2 (com várias irregularidades, conforme manifestação já apresentada pelos requerentes a essa Autarquia).

Diante disso, os requerentes pedem que essa Autarquia apure os fatos acima narrados, para que sejam considerados por ocasião da análise do edital da oferta pública das ações da Net pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e do requerimento anteriormente apresentado pelos mesmos acionistas, tendo em vista que tais fatos podem configurar, em tese, a prática dos crimes previstos nos arts. 297, 299 e 304 do Código Penal, oficiando-se, se o caso, o Ministério Público Federal para a adoção das medidas cabíveis."

4.3 Com relação ao que considerou serem inconsistências no laudo de avaliação, os Reclamantes alegaram, no expediente protocolado em 20/07/2012:

"De fato, o laudo considera uma taxa de crescimento composta média de 14,2% para o período de 2012 a 2021, fruto de um crescimento composto médio de 11,1% no número de domicílios conectados ao sistema Net e um crescimento de 1,9% na receita média mensal por usuário (ARPU, na sigla em inglês). Referida taxa, todavia, definitivamente não reflete o crescimento potencial da companhia.

Segundo a ANATEL [\[2\]](#), a taxa de crescimento composta média do mercado de assinaturas dos serviços de TV por Assinatura no período 2006 a 2011 foi de 22% e, ao contrário dos dados utilizados pelo laudo, tal mercado não apresenta nenhum sinal de desaceleração, tendo em vista que o crescimento nos três primeiros meses do ano, quando comparado com igual período do ano anterior, foi de 31,3%, ou seja, ainda superior.

A TV por Assinatura é o maior serviço da Net em faturamento (conforme reconhecido na página 46 do Formulário de Referência da companhia de 2012) e no mesmo período de 2006 a 2011 o número de assinantes apresentou taxa de crescimento composta média de 17,6%, atingindo 4,7 milhões de assinantes em 31.12.2011.

Em outras palavras, o laudo está em total desacordo com as informações do órgão regulador e com aquelas prestadas pela administração da Net ao público investidor!

Não é só. Os demais segmentos de negócio da Net, a saber, Internet Banda Larga e Telefonia Fixa, não apresentam taxa de crescimento negativa o suficiente para impactar a receita líquida consolidada da companhia. Muito pelo contrário. No ano de 2011, em ambos os segmentos a companhia apresentou taxas de crescimento no número de assinantes ainda superior àquele apresentado para o número de assinantes de TV por Assinatura (21,5% para Internet Banda Larga, e 20,5% para Telefonia Fixa) [\[3\]](#).

Daí que a premissa de crescimento do ARPU adotada pelo laudo de apenas 1,9% para o período 2012 a 2021 é vergonhosamente prejudicial aos minoritários da Net, ainda mais quando se tem em conta que o avaliador utiliza como premissa macroeconômica uma taxa de inflação,

medida pelo IGP-M, de 4,69% (cf. página 27 do laudo) e que parte substancial das tarifas mensais de assinatura são reajustadas anualmente com base no IGP-M (cf. página 94 do Formulário de Referência de 2012).

Infelizmente tem mais. O laudo assume, já para o ano de 2013, uma diminuição de 2 pontos percentuais na margem EBITDA da companhia. Vale lembrar que o modelo de negócio desenvolvido pela Net caracteriza-se pelo elevado potencial de alavancagem operacional por meio da diluição de custos fixos e aumento do poder de barganha da companhia. A margem EBITDA da companhia apresentou expansão nos últimos três anos (2009 a 2011), passando de 26,9% para 29%.

Contudo, a própria administração da companhia, conforme consta da página 46 do Formulário de Referência de 2012, não espera que as margens do serviço de TV por Assinatura declinem ao longo dos próximos anos – de modo que é simplesmente inadmissível que o laudo faça tal redução por vontade própria, sem nenhuma justificativa, e, pior, contra as informações divulgadas ao mercado pela administração da Net.

Depois de divulgado o laudo, a própria administração da companhia reafirmou as projeções constantes do Formulário de Referência de 2012, conforme publicado no noticiário Bloomberg:

*"The stable outlook reflects our opinion that Net **will maintain** a leading position in the Brazilian pay TV sector and that it will sustain sound profitability, **with margins above 26%**, despite higher competition".*

Em suma, ou o laudo analisou "outra companhia", com dados totalmente diversos (e muito mais "modestos") daqueles que foram divulgados pela administração ao mercado e informados à Comissão de Valores Mobiliários; ou então a administração da Net está reiterada e deliberadamente mentindo ao mercado. Há algo podre no ar...

Como se isso não bastasse, o laudo simplesmente dá de ombros para fato relevantíssimo: a troca de controle da Net ocorrida antes mesmo do anúncio da OPA, que naturalmente provocou a sensível melhora do "rating" da companhia e, por conseguinte, a diminuição no custo de suas dívidas, conforme atestado pela agência de risco Standard & Poor's. Só o avaliador não percebeu (ou não quis perceber, fazendo-se de desentendido) a relevância da troca de controle na avaliação da companhia...

Além disso, não está claro em quais dados o laudo se embasou para assumir, entre os anos de 2012 a 2015, um CapEx equivalente a aproximadamente 31,6% da receita líquida, chegando a 35,2% em 2013. Mesmo nos períodos em que a companhia apresentou taxa de crescimento substancialmente superior àquela estimada pelo laudo, a Net jamais gastou mais de 26% da receita na forma de CapEx. Tal estimativa do laudo, mais uma vez feita sem justificativa, só tem por objetivo prejudicar os minoritários na fixação do preço da OPA, em clara violação do disposto na Instrução CVM nº 361/02.

Os erros do avaliador não param por aí. Segundo o laudo, a companhia contaria atualmente com apenas 58.000 km de rede total. No entanto, segundo a própria administração da companhia, já em 31 de dezembro de 2011, conforme está atestado na página 46 do Formulário de Referência de 2012, a Net contava com uma rede avançada de cabos coaxiais e de fibra óptica superior a 75.000 km, ou seja, quase 30% superior!

Em outras palavras, mais uma vez o laudo está em escandalosa contradição (sem nenhuma justificativa) com os dados e informações oficiais da Net!

Vale mencionar que, segundo a administração da companhia, cerca de 60% dos investimentos realizados em 2011 foram direcionados à aquisição de clientes, instalação em residências e compra de equipamentos, de modo que uma diminuição da taxa de crescimento (conforme sugerida pelo laudo) deveria implicar necessariamente uma redução dos investimentos. O laudo faz justamente o contrário para prejudicar os minoritários...

O laudo considera ainda um crescimento nominal na perpetuidade de 2,2%. Referida taxa está em desacordo com as práticas de avaliação de companhia para empresas do mesmo setor, por ser excessivamente conservadora e, portanto, lesiva aos minoritários.

Não é só. Para o cálculo da Taxa Livre de Risco o laudo se baseia na média dos últimos 3 anos do título do tesouro americano de 10 anos. Contudo, é prática consolidada na indústria de avaliações a utilização, para cálculo da referida média, de uma janela de observação substancialmente menor, o que diminuiria sensivelmente a taxa utilizada.

Além disso, o laudo assume como custo de dívida em termos nominais em moeda nacional uma taxa de 11,44%, correspondente a CDI + spread de 2,50%. No entanto, a própria companhia informou, por fato relevante divulgado em 9 de maio de 2012, que contratou empréstimo no montante de R\$ 680.000.000,00 com prazo de 5 anos e juros atrelados ao CDI + Spread de 1,08%, sendo este, portanto, o custo da dívida marginal que deveria ter sido utilizado, e não aquele arbitrariamente fixado pelo laudo.

Como se vê, o laudo foi produzido para prejudicar os interesses dos acionistas minoritários da Net, em clara violação do dever de apuração do valor justo da companhia.

Diante dessas falhas e inconsistências primárias e inaceitáveis (para dizer o mínimo) – já denunciadas pelos minoritários por ocasião do pedido de convocação de assembleia especial –, indispensável é a realização de novo laudo por outro avaliador, conforme requerido pelos minoritários, até porque, nos termos do inciso III do Anexo III da Instrução CVM nº 361/02 (acrescentado pela Instrução CVM nº 436, de 5 de julho de 2006):

*"III – As informações constantes do laudo de avaliação **deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada**, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as aceitará e utilizará se entender que elas são consistentes".*

No caso, o laudo está em total desacordo com as informações prestadas pela administração no Formulário de Referência de 2012 e dados noticiados pela imprensa especializada e agências de risco, sem que haja qualquer justificativa para tanto por parte do avaliador, o que contraria a alínea "a" do inciso XIV do Anexo III da Instrução CVM nº 361/02 – que determina o "destaque para as principais premissas utilizadas e **justificativa para cada uma delas**", em especial quando estão em total contradição com as informações oficiais prestadas ao mercado pela administração da companhia!"

V. Alegações das Ofertantes

5.1 Desde a petição inicial, as Ofertantes pleiteiam a aprovação da OPA Unificada (que originalmente visava também ao cancelamento de registro), alegando que, no presente caso, o procedimento adotado atende ao que preceitua o § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361, quanto à compatibilidade dos procedimentos das modalidades de OPA envolvidas e à ausência de prejuízo para os destinatários da oferta.

5.2 Alegam, ainda, que o caso em tela encontra-se em linha com os precedentes em que o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente à unificação de OPA que visava a atender a regra da alienação de controle e da saída de nível diferenciado de Governança Corporativa da BM&FBovespa, os quais são mencionados no item "VII. Nossas Considerações" abaixo.

5.3 Em resposta às alegações apresentadas pelos Reclamantes, quanto à revisão de preço de que trata o art. 4º-A da LSA, as Ofertantes negam a aplicação desse dispositivo legal ao caso concreto, por entenderem que ao mesmo não se aplicam as regras das OPA para cancelamento de registro ou por aumento de participação, seja por força da LSA, da Instrução CVM 361, do Estatuto Social de NET ou do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

5.4 Com vistas à sustentação de seu entendimento, as Ofertantes apresentaram, ainda, os Pareceres Eizirik (fls. 166 a 171 e 198 a 229 do Processo CVM 2012-8580) e Cantidiano (fls. 173 a 188 do Processo CVM 2012-8580), que concluem da mesma forma.

5.5 Quanto à alegação de inconsistências constantes do laudo de avaliação da Companhia, às Ofertantes providenciaram, junto ao avaliador, alterações no referido documento, que esclarecem os pontos levantados pelos Reclamantes.

VI. Manifestação da SEP Quanto à Alteração do Estatuto Social de NET

6.1 A alegação dos Reclamantes, quanto à suposta irregularidade da alteração realizada no Estatuto Social de NET (item 4.2 acima), foi analisada pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-9278, que concluiu nos seguintes termos do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº088/2012 (fls. 230 a 239 do Processo CVM RJ-2012-8580):

"31. Em sua correspondência, o Reclamante entende que, com a exclusão do parágrafo primeiro do artigo 35 da versão do Estatuto Social proposto em 20.03.12, os acionistas minoritários foram prejudicados, uma vez que foi excluída a garantia de aplicação à OPA para saída do Nível 2 das mesmas regras da OPA para cancelamento de registro.

32. Conforme podemos constatar no texto deste parágrafo ora excluído, o Estatuto previa que a OPA para deslistagem do Nível 2 observaria, no que fosse cabível, as regras de oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta perante a CVM, nos termos dos artigos 32, 33 e 34 do Estatuto.

33. Por sua vez, com relação ao valor da oferta da OPA (arts. 32 e 34), podemos verificar que, apesar de terem ocorrido algumas mudanças na disposição do texto, ambas as versões definiam como valor mínimo o valor econômico da companhia apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada.

34. Assim, a análise a ser feita, a meu ver, deve verificar se à OPA pela saída do Nível 2 aplicar-se-iam as garantias previstas na Instrução CVM nº361/02 à OPA pelo cancelamento de registro, inclusive a aplicação de quorum de aceitação da OPA e a possibilidade de revisão do preço da oferta.

35. O parágrafo excluído, além de conter a expressão "no que for cabível", citava explicitamente a observância das regras nos termos dos artigos 32, 33 e 34.

36. O art. 32 define, principalmente, o preço mínimo da OPA, enquanto o art. 33 exige a divulgação do preço máximo pelo qual o ofertante formulará a oferta e o art. 34 diz respeito ao laudo de avaliação utilizado na determinação do preço mínimo.

37. Assim, a meu ver, não havia evidências de que seriam adotadas, no caso de OPA para saída do Nível 2, as mesmas condições impostas pela Instrução CVM nº361/02 para OPA por cancelamento de registro, em especial o quorum de aceitação da OPA e a possibilidade de revisão do preço da oferta.

38. Em linha com este entendimento, o Regulamento de Listagem do Nível 2, ao tratar da OPA de saída do Nível 2, cita, em seu artigo 11.2, que "o acionista controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo valor econômico, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste regulamento", seção esta referente ao cancelamento de registro de companhia aberta, ou seja, o Regulamento prevê apenas que seja utilizado o valor mínimo da OPA para cancelamento de registro, não sendo exigidas as demais garantias previstas neste tipo de OPA.

39. Ademais, conforme já ressaltado neste relatório, a alteração do Estatuto Social foi uma recomendação da própria BM&FBovespa, não sendo possível concluir que a administração da Companhia teria apresentado ao mercado versão diversa daquela aprovada em assembleia com o intuito de suprimir direitos dos minoritários, conforme entende o Reclamante."

VII. Nossas Considerações

7.1 Antes de entrarmos na análise da possibilidade de se unificar as OPA por alienação de controle e para Saída do Nível 2 da Companhia, nos termos solicitados pelas Ofertantes, verificaremos a procedência das alegações trazida pelos Reclamantes.

7.2 Quanto à reclamação sobre o direito à revisão de preço, prevista no art. 4º-A da LSA, destacamos o referido dispositivo:

"Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º."

7.3 O mencionado § 4º do art. 4º da LSA estabelece que as OPA para cancelamento de registro e por aumento de participação devem ser formuladas "por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, (...) assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A."

7.4 Com base nesses dispositivos, os Reclamantes alegam o direito à revisão de preço, por entenderem que a OPA Unificada de NET deve observar as regras de uma OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361, uma vez que os atuais controladores já atingiram fração superior a 1/3 do *free float*, mediante realização de OPA voluntária anteriormente.

7.5 Entendemos, então, que, descaracterizada a suposta necessidade de se observar as regras de uma OPA por aumento de participação na OPA Unificada de NET, a reclamação perde seu objeto quanto a esse ponto.

7.6 Para tanto, destacamos que a OPA por aumento de participação decorre do disposto no § 6º do art. 4º da LSA, nos seguintes termos:

"Art. 4, § 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado."

7.7 Já a CVM, no exercício de sua atribuição, estabeleceu a seguinte regra sobre esse tema no art. 26 da Instrução CVM 361:

"Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.

(...)

§ 6º Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no **caput**, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação."

7.8 Verifica-se que se trata de regra que busca tutelar a liquidez de ações de emissão de companhia aberta, característica que confere valor às ações em circulação, combatendo, ainda, o fenômeno conhecido pelo mercado como "fechamento branco de capital", em que o controlador poderia adquirir, paulatinamente, ações de emissão de sua controlada no mercado, ao ponto de cancelar o registro da mesma, sem que, contudo, os titulares das ações em circulação remanescentes fossem providos das proteções que teriam num processo de cancelamento de registro, mediante a realização de OPA própria para esse fim, a OPA para cancelamento de registro.

7.9 No caso em tela, como bem observaram os Reclamantes, os atuais controladores de NET (as Ofertantes) já ultrapassaram essa fração de 1/3 do total de ações preferenciais em circulação de NET, mediante OPA voluntária realizada anteriormente, tempo em que já eram considerados como pessoas vinculadas ao antigo controlador.

7.10 Isso faria entender, num primeiro momento, que as Ofertantes só poderiam "realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação", conforme prevê o § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361, conferindo aos titulares de ações em circulação o direito à revisão de preço, prevista pelo art. 4º-A da LSA.

7.11 Contudo, discordamos que, especificamente no presente caso, essa regra da norma se aplique à OPA Unificada de NET.

7.12 Isso porque as "novas aquisições" que os atuais controladores de NET se propõem a fazer por ora não decorrem de sua vontade ou estratégia em aumentar participação nas ações em circulação de sua controlada, diminuindo a liquidez de tais ações, mediante aquisições privadas ou em mercado, nem mesmo mediante nova OPA voluntária, mas de obrigação legal, por conta da alienação de controle de NET, nos seguintes termos do disposto no art. 254-A da LSA:

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

7.13 Tal entendimento de que à OPA por alienação de controle não se aplica a regra da tutela pela liquidez prevista pelo art. 26, *caput* e § 6º, da Instrução CVM 361 é corroborado, ainda, com a redação constante do art. 15 da mesma norma.

7.14 Então vejamos, o art. 15 da Instrução CVM 361, dispositivo que, em linha com o art. 26 da Instrução CVM 361, visa à tutela da liquidez das ações de emissão de uma companhia aberta, estabelece que, em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, deve-se observar a regra de aquisição entre 1/3 e 2/3 das ações em circulação, faz exceção da OPA por alienação de controle, nos seguintes termos:

"Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá:

I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37; ou

II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação".

7.15 Como se trata de Companhia listada no Nível 2, a OPA por alienação de controle de NET deve observar, ainda, a regra prevista no Regulamento daquele segmento especial de Governança Corporativa da BM&FBovespa, que prevê "tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante" e extensão da OPA "aos detentores dessas ações preferenciais deverá ser realizada pelo mesmo valor oferecido aos detentores de ações ordinárias e nas mesmas condições" (itens 8.1 e 8.1.2 do referido Regulamento, respectivamente).

7.16 Ademais, por se tratar de OPA Unificada que, caso aprovada pelo Colegiado da CVM, tem também o propósito da saída de NET do Nível 2 da BM&FBovespa, tais aquisições visam ao cumprimento da seguinte obrigação prevista na seção XI do Regulamento daquele segmento diferenciado de Governança Corporativa:

"11.1 Saída. A Companhia poderá sair do Nível 2 de Governança Corporativa a qualquer tempo, desde que a saída seja (i) aprovada previamente em assembleia geral de acionistas, exceto nos casos de saída do Nível 2 por cancelamento do registro de companhia aberta e (ii) comunicada à BM&FBovespa por escrito com antecedência prévia mínima de 30 (trinta) dias.

11.1.1 A saída do Nível 2 de Governança Corporativa não implicará para a Companhia a perda da condição de companhia aberta registrada na BM&FBovespa.

11.2 Oferta pelo Acionista Controlador. Quando a saída da Companhia do Nível 2 de Governança Corporativa ocorrer para que os valores mobiliários por ela emitidos passem a ter registro para negociação fora do Nível 2, o Acionista Controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis. (...)"

7.17 Poderia se questionar, então, que a restrição de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361 seria aplicável ao presente caso por conta da OPA para Saída do Nível 2, uma vez que controlador já ultrapassou a fração de 1/3 das ações preferenciais em circulação.

7.18 Entretanto, em nosso entendimento, tal questionamento teria valia para a verificação da aplicabilidade ou não do disposto no art. 35 da Instrução CVM 361, que prevê a possibilidade de os limites referidos no art. 15 da norma serem dispensados pela CVM, ao analisar caso a caso, mediante pleito do ofertante, nos seguintes termos:

"Art. 35. A CVM poderá dispensar as exigências desta Instrução quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, em OPA formulada por acionista controlador de companhia listada em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa, desde que:

I - tais ofertas decorram de exigência constante do regulamento de listagem do respectivo segmento especial de negociação, em caso de retirada da companhia do respectivo segmento, seja em função de deliberação voluntária da companhia seja em razão de descumprimento de regras do regulamento, e desde que tais ofertas não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários; e

II - o preço de aquisição corresponda, no mínimo, ao valor econômico da ação, apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores e seu acionista controlador.

7.19 No presente, contudo, tal questionamento não deve ser sequer despertado, uma vez que envolve uma OPA por alienação de controle, que, por sua natureza, conta com dispensa legal de observação aos limites que tutelam a liquidez das ações em circulação, nos termos do art. 254-A da LSA e do art. 15 da Instrução CVM 361, destacados acima.

7.20 Assim, nesse caso específico, entendemos ser improcedente a alegação dos Reclamantes ao requererem a revisão de preço de que trata o art. 4º-A da LSA na OPA Unificada de NET, por conta da redação constante do art. 26, *caput* e § 6º, da Instrução CVM 361.

7.21 Os Reclamantes alegam, ainda, que fazem jus à revisão de preço na OPA Unificada de NET, por conta da oferta para Saída do Nível 2, conforme prevista no Estatuto Social da Companhia e no Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

7.22 Mais especificamente, reclamam que o atual Estatuto Social de NET suprimiu uma redação anteriormente proposta para deliberação em assembleia, que supostamente vincularia as regras da OPA para Saída do Nível 2 às regras da OPA para cancelamento de registro, incluindo a revisão e preço e o quórum de sucesso (concordância ou aceitação da oferta por parte de acionistas titulares de mais de 2/3 de ações em circulação, conforme previsto no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361), qual seja:

"Art. 35, parágrafo único – A oferta pública prevista neste artigo observará, no que for cabível, as regras de oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta perante a CVM, nos termos dos artigos 32, 33 e 34 deste Estatuto."

7.23 Entretanto, como já mencionado pela SEP:

"35. O parágrafo excluído, além de conter a expressão "no que for cabível", citava explicitamente a observância das regras nos termos dos artigos 32, 33 e 34.

36. O art. 32 define, principalmente, o preço mínimo da OPA, enquanto o art. 33 exige a divulgação do preço máximo pelo qual o ofertante formulará a oferta e o art. 34 diz respeito ao laudo de avaliação utilizado na determinação do preço mínimo.

37. Assim, a meu ver, não havia evidências de que seriam adotadas, no caso de OPA para saída do Nível 2, as mesmas condições impostas pela Instrução CVM nº361/02 para OPA por cancelamento de registro, em especial o quorum de aceitação da OPA e a possibilidade de revisão do preço da oferta."

7.24 Ademais, cabe esclarecer que o art. 35 do Estatuto Social de NET trata dos procedimentos que devem ser observados no caso de a Companhia sair do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, nos seguintes termos da redação atual:

"Art. 35 – Caso os acionistas da Companhia reunidos em Assembleia Geral Extraordinária aprovem a saída da Companhia do Nível 2 da BM&BOVESPA, (i) na hipótese de a saída da Companhia do Nível 2 de Governança Corporativa ocorrer para que os valores mobiliários por ela emitidos passem a ser registrados para negociação fora do Nível 2, ou (ii) em consequência de operação de reorganização societária, na qual os valores mobiliários de emissão da companhia resultante de tal reorganização não sejam admitidos para negociação no Nível 2 de Governança Corporativa no prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da Assembleia Geral que aprovou a referida operação, o acionista controlador deverá efetivar uma oferta pública de aquisição das ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo valor econômico apurado em laudo de avaliação elaborado nos termos do artigo 34 acima, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis.

(...)"

7.25 Como se verifica, a redação constante do dispositivo estatutário reflete o procedimento previsto na seção XI do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa. Não poderia ser diferente, uma vez que se refere à parte do Estatuto que trata do tema.

7.26 Em outras palavras, seja pela redação proposta anteriormente para o art. 35 do Estatuto Social de NET, *caput* e Parágrafo Único, a qual terminou por não vigorar (um dos motivos da reclamação), seja pela redação atual desse dispositivo, entendemos que a regra para Saída do Nível 2 prevista no referido documento não acrescenta nem suprime qualquer procedimento já previsto no Regulamento daquele segmento diferenciado de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

7.27 Por esse motivo, entendemos que, ao se verificar que o Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa não impõe às Ofertantes ou à Companhia o ônus da revisão de preço prevista no art. 4º-A da LSA, numa OPA para Saída do Nível 2, a mesma conclusão deve ser estendida quando da análise sobre esse tema (Saída do Nível 2) no Estatuto Social da NET.

7.28 Nesse sentido, vele rever a regra constante do item 11.2 do referido Regulamento, acima destacada, que, ao estabelecer a necessidade de realização de OPA para Saída do Nível 2, prevê que o preço ofertado deve ser, *"no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis"*.

7.29 A redação acima faz remissão à Seção X do Regulamento do Nível 2, que trata das OPA para cancelamento de registro das companhias listadas naquele segmento de Governança Corporativa.

7.30 Embora sempre tenhamos entendido que tal remissão não estabelece que a regra da revisão de preço, própria da OPA para cancelamento de registro, seja estendida à OPA para Saída do Nível 2, solicitamos à BM&FBovespa que apresentasse esclarecimentos sobre o tema, conforme destacamos no item "I. Histórico dos Processos" acima.

7.31 Em resposta, a BM&FBovespa encaminhou expediente, esclarecendo que, "*para fins de ofertas públicas de aquisição de ações exclusivamente para saída dos segmentos diferenciados de listagem – Novo Mercado e Nível 2 de Governança Corporativa, os respectivos regulamentos não preveem o direito à revisão de preço de que tratam os artigos 4º-A da Lei nº 6.404/76 e 24 da Instrução CVM nº 361/02*".

7.32 A resposta da BM&FBovespa contava, ainda, com a seguinte redação:

"Esclarecemos que, ao contrário do que foi alegado pelos acionistas da NET Serviços de Comunicação S.A., a referência à Seção X do Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa contida no item 11.2 diz respeito exclusivamente ao procedimento de escolha dos avaliadores disposto no item 10.1. do mesmo regulamento.

Adicionalmente, notamos que o item 10.4 do Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa tem como intuito apenas alertar as companhias listadas de que, além das disposições nele contidas, deverão ser observadas as normas legais e regulamentares quando do cancelamento do registro de companhia aberta."

7.33 Assim, também entendemos ser improcedente a alegação dos Reclamantes ao requererem a revisão de preço de que trata o art. 4º-A da LSA na OPA Unificada de NET, por conta de dispositivo estatutário de NET ou de procedimento previsto no Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

7.34 Quanto às alegações de inconsistências no laudo de avaliação, por parte dos Reclamantes, vale ressaltar que a versão original do laudo de avaliação passou por alterações, provocadas tanto pela análise desta área técnica, quanto pelas alegações dos Reclamantes.

7.35 Atualmente, a versão do laudo de avaliação conta com redações que esclarecem os pontos abordados e demonstram com mais transparência os critérios adotados na avaliação da Companhia, atendendo, em nosso entendimento, às regras previstas para sua confecção, conforme constam da Instrução CVM 361 e do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

7.36 Por esses motivos, esta área técnica considera que os critérios utilizados pelo avaliador encontram-se justificados no âmbito da OPA Unificada em tela, e que os documentos da oferta são suficientes para "*assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA*", conforme preceitua o inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361.

7.37 No tocante à possibilidade de unificação da OPA, por alienação de controle e para Saída do Nível 2, vale destacar o disposto no § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361, nos seguintes termos:

"Art. 34, § 2º. A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta."

7.38 Nesse sentido, o Colegiado da CVM já deliberou favoravelmente à formulação de uma única oferta, visando a mais de uma finalidade, após ter observado a compatibilidade dos procedimentos entre as diferentes modalidades e a ausência de prejuízo para os destinatários, em cada caso específico.

7.39 Entre os casos que envolviam a unificação de OPA por alienação de controle e OPA para saída de nível de segmento especial de governança corporativa da BM&FBovespa, o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente nos seguintes precedentes:

- i. OPA Unificada de Pearson Sistemas do Brasil S.A. para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ-2010-14993 – decisão de 1/2/2011;
- ii. OPA Unificada de Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S.A. para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ-2010-11232 – decisão de 16/11/2010;
- iii. OPA Unificada de GVT Holding S.A. para quatro finalidades (por alienação de controle, por aumento de participação, para saída do Novo Mercado, e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ-2009-11570 – decisão de 23/3/2010; e
- iv. OPA Unificada de Anglo Ferrous Brazil S.A. (anteriormente denominada IronX Mineração S.A.) para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo nº CVM RJ- 2008-7781 – decisão de 7/10/2008.

7.40 No presente caso, a OPA Unificada tem por objeto as ações ordinárias e preferenciais em circulação, ao preço de R\$ 26,64 por ação de ambas as espécies (corrigido pela taxa SELIC, de 08/06/2012 até a data da liquidação financeira da oferta), valor superior ao preço praticado na alienação do controle de NET.

7.41 O referido preço tem como base o valor econômico de NET, apurado em laudo de avaliação da Companhia, elaborado por avaliador escolhido em assembleia de titulares de ações em circulação, mediante apresentação de lista tríplice por parte do Conselho de Administração da Companhia.

7.42 Por tais características, entendemos que o preço formulado na OPA Unificada atende ao que preceitua o art. 254-A da LSA, para as OPA por alienação de controle, e a regra prevista no Regulamento do Nível 2 do segmento especial de Governança Corporativa da BM&FBovespa, para as OPA de Saída do Nível 2.

7.43 Considerando as demais características da OPA Unificada, conforme descrita no item "III. Características da OPA Unificada" acima, entendemos que as regras da OPA por alienação de controle e para Saída do Nível 2, conforme previstas na LSA, na Instrução CVM 361 e no Regulamento do Nível 2, encontram-se devidamente observadas no presente caso, sendo "*possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja (havendo) prejuízo para os destinatários da oferta*", nos termos do § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361 e dos precedentes supramencionados.

7.44 Assim, manifestamo-nos favoravelmente à OPA Unificada de NET, nos termos propostos pelas Ofertantes.

VIII. Conclusão

8.1 Por todo o exposto, encaminhamos os Processos em referência a essa SGE, solicitando que sejam submetidos à apreciação do Colegiado

da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora do caso, ressaltando que:

- i. consideramos improcedente a reclamação, tratada no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-8580, pela revisão de preço prevista no art. 4º-A da LSA para a OPA Unificada de NET, nos termos em que se apresenta;
- ii. consideramos atendidos os questionamentos apontados pelos Reclamantes, quanto às informações constantes no laudo de avaliação, no âmbito do mesmo Processo CVM nº RJ-2012-8580; e
- iii. somos favoráveis à unificação OPA de NET, por alienação de controle e para Saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, nos termos propostos pelas Ofertantes, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-6422.

Atenciosamente,

(original assinado por)

Ricardo Maia da Silva

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

(em exercício)

[1] Formado pelos acionistas GB Empreendimentos e Participações S.A., Globo Comunicação e Participações S.A., Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. e Embratel Participações S.A.

[2] Dados Estatísticos dos Serviços de TV por Assinatura - Cap. 01 - 48.ª Edição, de 31/04/2012. Disponível em:

<http://www.anatel.gov.br/Portal/verificaDocumentos/documento.asp?numeroPublicacao=278907&pub=original&filtro=1&documentoPath=278907.pdf>

[3] Estudo da Teleco - Inteligência em Telecomunicações. Disponível em: <http://www.teleco.com.br/Operadoras/Net.asp>