

Para: SRE
De: GER-1

MEMO/SRE/GER-1/Nº 62/2014
Data: 14/08/2014

Assunto: Consulta sobre necessidade de realização de OPA por aumento de participação - Processo CVM nº RJ-2014-2399

Senhor Superintendente,

Trata-se de expediente protocolado na CVM em 11/02/2014 (fls. 1 a 10), por meio do qual a Microsoft Global Finance ("Microsoft" ou "Consultente") encaminhou consulta sobre a necessidade ou não de a Embratel Participações S.A. em conjunto com a Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. - Embratel, ambas controladoras de NET ("Controladoras"), realizarem oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por aumento de participação, caso venham a adquirir ações de emissão da Net Serviços de Comunicação S.A. ("Companhia" ou "NET"), hoje detidas pela Consultente.

Cabe ressaltar que, de acordo com informações constantes do expediente supra, a Consultente é titular de 700.000 ações ordinárias e 700.000 ações preferenciais de emissão da Companhia, o que representa atualmente 0,56% do total de suas ações ordinárias e 0,28% do total de suas ações preferenciais, representativas do seu capital social, segundo dados constantes do Formulário de Referência de NET datado de 06/06/2014.

Entretanto, a despeito de a participação detida pela Consultente em ambas as espécies de ações de emissão de NET ser discreta, tal participação representa, respectivamente, 98,09% e 34,72% das suas ações ordinárias e preferenciais atualmente em circulação no mercado.

Ressalta-se ainda que as Controladoras realizaram, em outubro de 2010, uma OPA voluntária, na qual adquiriram 84,77% das ações preferenciais de emissão de NET em circulação à época ("OPA 1"), já contabilizando o exercício do direito de venda pelos titulares de ações preferenciais remanescentes em circulação da NET.

Ademais, em novembro de 2013, as Controladoras realizaram uma OPA Unificada (por alienação de controle e para saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa), por meio da qual adquiriram 93,48% das ações ordinárias e 63,73% das ações preferenciais de emissão de NET em circulação à época ("OPA 2").

Atualmente, as Controladoras possuem 99,43% das ações ordinárias e 99,19% das ações preferenciais de emissão da NET, restando apenas 0,57% e 0,81% de suas ações em circulação, respectivamente.

1. ALEGAÇÕES DA CONSULENTE

1.1. Por meio do expediente protocolado em 11/02/2014, a Consultente requereu, mais especificamente, que:

"(a) esta Autarquia reconheça que não há qualquer óbice para a aquisição das ações de emissão da NET detidas pela Microsoft pelos Controladores, pelo mesmo preço da OPA finalizada em 27 de novembro de 2013, inclusive registrando que esta aquisição não irá deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação pelos Controladores; e

(b) subsidiariamente, caso o pleito acima não seja acolhido, o que se admite apenas a título de argumentação, que esta Autarquia reconheça que o total de ações que os Controladores podem adquirir sem deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação corresponde a 1/3 do total de ações em circulação na presente data, sem qualquer dedução, de modo a possibilitar a venda de ao menos parte de suas ações para os Controladores."

1.2. Ademais, transcrevemos abaixo, com os grifos originais, todo o racional utilizado pela Consultente com vistas a embasar a solicitação acima:

"I – DOS FATOS

1. A Microsoft é uma acionista minoritária da Net Serviços de Comunicação S.A. ("NET" ou "Companhia"), e detém, na presente data, 700.000 (setecentas mil) ações ordinárias e 700.000 (setecentas mil) ações preferenciais de emissão da Companhia, representativas de 0,41% de seu capital total e de aproximadamente 52,2% de seu float.

2. Em novembro de 2013, as acionistas controladoras da NET, Embratel Participações S.A. e Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. - Embratel ("Controladores") realizaram uma oferta pública unificada para aquisição de ações de emissão da Companhia por alienação de controle e para saída do Nível 2 ("OPA Unificada"), por meio da qual foram adquiridas 10.219.622 ações ordinárias e 3.456.310 ações preferenciais de emissão da NET, correspondentes a 83,62% de suas ações então em circulação. Como resultado da OPA Unificada, encontram-se hoje em circulação no mercado apenas cerca de 0,78% do total de ações de emissão da NET.

3. Embora a Microsoft tivesse interesse em alienar suas ações na OPA Unificada, a participação da Consultente no leilão foi impossibilitada em face de dificuldades burocráticas para obter a documentação necessária para sua habilitação.

4. Diante da falta de perspectiva para liquidar o investimento na Companhia, a Consultente procurou os Controladores para negociar a venda privada de suas ações, pleiteando o mesmo preço oferecido no leilão da OPA.

5. Em resposta, os Controladores demonstraram interesse em adquirir as ações e indicaram que estariam dispostos a adquiri-las pelo mesmo preço da OPA Unificada. Entretanto, os mesmos informaram que apenas iriam concretizar o negócio com a correspondente confirmação da CVM de que a aquisição das ações detidas pela Microsoft não iria deflagrar o lançamento de uma OPA por aumento de participação, uma vez que a realização de uma nova oferta se afigura procedimento excessivamente custoso e demorado para aquisição do pequeno número de ações ainda em circulação, ainda que elas representem atualmente 52,2% do float.

6. Tendo em vista o acima exposto, e considerando que a Consultente entende não ser aplicável ao presente caso a obrigação de lançamento de OPA por aumento de participação, dirige-se a Consultente a esta CVM, com o objetivo de obter confirmação de que a concretização da negociação aqui discutida não ensejará a necessidade de lançamento de oferta pública

pelos Controladores.

II – DO DIREITO

7. A controvérsia objeto da presente Consulta tem como base os artigos 26 e 37, §1º, da Instrução CVM 361/02, in verbis:

"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."

"§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I e 26, o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir."

8. O disposto no artigo 37, §1º, foi objeto de decisões recentes do Colegiado desta CVM, sendo certo que, no âmbito do MEMO/SRE/GER-1/Nº 43/2011[1], a SRE estabeleceu uma fórmula para o cálculo do número de ações que podem ser adquiridas pelo acionista controlador, conforme abaixo:

"Fórmula L(1/3)": $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, sendo:

1. L(1/3) – Limite de 1/3 previsto nos arts. 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;

2. AC00 – número de ações da classe ou espécie em circulação em 5/9/2000;

3. AAC – número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) aumentos de capital com subscrição de ações, (b) bonificações em ações, (c) alienação de ações pela própria companhia objeto em negociação com ações em tesouraria, e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

4. ARC – número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie;

5. AOPS – número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 5/9/2000 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias; e

6. AQ – número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 5/9/2000, por meio de OPA ou por outro meio que não uma OPA."

9. De início, é importante notar que os dispositivos acima citados têm por base legal o artigo 4º, §6º, da Lei 6.404/76, que visa assegurar a liquidez das ações de companhias abertas, evitando o famigerado fechamento branco de capital. Nesse sentido, vale transcrever a lição de Nelson Eizirik:

"Como se verifica, o objetivo do novo §6º do artigo 4º, à semelhança da Instrução CVM nº 345/2000, consiste em evitar que o acionista controlador impeça a liquidez das ações de emissão de sua controlada no mercado, em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários." [2]

10. As normas que tratam de OPAs por aumento de participação representam algumas das mais relevantes inovações da CVM para proteção dos interesses de acionistas minoritários, e foram responsáveis por eliminar do mercado de capitais brasileiro uma série de operações abusivas, contribuindo de modo relevante para seu desenvolvimento nos últimos anos.

11. Ao tornar obrigatório o lançamento de oferta pública por aquele controlador que adquire, de forma privada, percentual relevante de ações de sua controlada; a CVM garantiu aos minoritários destas companhias a permanência de um mercado para seus papéis e, com isso, a segurança de que tais acionistas não ficarão ao arbítrio do controlador quando optarem por liquidar seu investimento.

12. Esta proteção, embora digna de aplausos, possui uma outra face: o mesmo dispositivo que protege a liquidez dos minoritários também termina por limitar: (a) o direito destes mesmos acionistas de alienar suas ações pelo maior preço possível, uma vez que o ônus do lançamento de uma OPA tende a restringir a atuação do acionista controlador neste mercado; e (b) o direito do acionista controlador de adquirir papéis de companhia por ele controlada.

13. É inequívoco, porém, que tais limitações são plenamente legítimas quando visam proteger o direito da universalidade dos acionistas minoritários de manter um mercado para a negociação de suas ações. Os acionistas minoritários perdem, individualmente, a presença do controlador como potencial adquirente de seus papéis, mas garantem, para o seu conjunto, a permanência da liquidez de suas ações.

14. Em contrapartida, quando não há, já em princípio, um mercado satisfatório que se sustente sem a presença do controlador, estas mesmas limitações que buscam preservar a liquidez podem se tornar desproporcionais, trazendo resultados diametralmente opostos àqueles pretendidos pela norma do artigo 4º, §6º, da Lei 6.404/76.

15. No caso concreto da NET, verifica-se que o mercado para as ações detidas pelos seus acionistas minoritários é absolutamente insignificante, representando apenas 0,78% do total das ações da companhia e com volume de negociações diário virtualmente nulo. Não se questiona aqui os fatos que levaram a essa situação, uma vez que resultaram de OPAs legitimamente lançadas pelos Controladores e aprovadas pela CVM.

16. Assim, no âmbito desse mercado, "liquidez" é um atributo que possui contornos meramente teóricos, já que o atual patamar de negociação das ações da Companhia se mostra insuficiente para possibilitar a negociação dos papéis detidos por seus acionistas minoritários. Em dezembro de 2013, o número de negociações com os papéis da NET foi inferior a 100, o que demonstra a estagnação do ativo.

17. Em cenários como este, o controlador tende a ser a única parte potencialmente interessada em adquirir as ações em

circulação por um valor justo. Por esta razão, a imposição de restrições à aquisição de ações pelo acionista controlador apresentaria o efeito contrário daquele pretendido pelo artigo 4º, §6º, da Lei 6.404/76: em vez de proteger a liquidez, tais restrições terminariam por impossibilitar a livre-disposição de ações pelos acionistas minoritários, em face da inexistência de quaisquer outros interessados em comprar seus papéis.

18. Dito de outra forma, em mercados tão restritos, a imposição de ônus à participação do controlador como adquirente equivale a tutelar um patamar de liquidez fictício, por meio da exclusão do único ator capaz de conferir liquidez real às ações em circulação; o que, por óbvio, não beneficia nem os acionistas minoritários, nem o controlador.

19. Os efeitos nocivos destas restrições se tornam mais claros examinando-se a potencial situação da Consulente: uma acionista minoritária, representante da maior parcela do float da Companhia, que pode ver-se tolhida de seu legítimo direito de alienar suas ações à única parte interessada em adquiri-las por um valor adequado, em razão da suposta proteção a um nível de liquidez que se mostra insuficiente para viabilizar a livre-disposição de seus papéis.

20. Trata-se de uma estranha equação em que perde: (a) o acionista minoritário, que não pode alienar seus papéis a despeito da existência do controlador interessado; e (b) o próprio controlador, que não pode adquirir ações de sua controlada; sem que, contudo, haja um efetivo ganhador, na medida em que o conjunto dos acionistas minoritários permanece, na prática, impedido de se desfazer de suas ações em razão da restrição a sua liquidez.

21. Importante ressaltar que a questão tratada na presente Consulta não é estranha à regulamentação desta Autarquia. Esta mesma CVM já estabeleceu como exceção às regras que tratam das OPAs por aumento de participação as aquisições de ações realizadas pelo acionista controlador na sequência de OPA bem sucedida, conforme artigo 10, §2º, da Instrução CVM 361/02[3], abaixo transcrito:

"§2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, **do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA**, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos:

I – exercício da faculdade pelo acionista; ou

II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo."

22. Um primeiro aspecto a ser notado, é que o dispositivo em questão sumariza de forma perfeita o que aqui se postula: na sequência de eventos que resultam em restrição relevante de liquidez – no caso, OPAs: (a) realizadas por acionista controlador ou pessoa a ele vinculada; e (b) que contem com adesão de mais de 2/3 das ações em circulação –, a atuação da CVM deve privilegiar o interesse dos acionistas remanescentes de dispor de suas ações, ainda que disso resulte (por ser inevitável) redução do número de ações em circulação.

23. Outro ponto que merece destaque é que inexistente, em verdade, qualquer diferença material entre a OPA Unificada e as OPAs sujeitas ao disposto no referido artigo 10, §2º, que justifique um tratamento diferenciado às aquisições de ações realizadas no período imediatamente posterior à oferta. Em qualquer caso, está-se tratando de OPAs: (a) lançadas pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada; e (b) aceitas por mais de 2/3 dos destinatários da oferta – sendo certo que as OPAs objeto do dispositivo em questão sequer possuem uma regra especial para formação de preço que as diferencie, uma vez que estão incluídas as ofertas voluntárias cuja formação de preço é livre.

24. De fato, a única diferença que justifica a exclusão das OPAs por alienação de controle do rol do artigo 10, §2º, da Instrução CVM 361/02 é que, no âmbito destas ofertas, não se encontra o ofertante sujeito ao limites de aquisição de 1/3 e 2/3 das ações em circulação constantes, respectivamente, do artigo 15, I e II, da mesma instrução.

25. Sob a perspectiva do acionista minoritário, porém, esta diferença é absolutamente imaterial. Independentemente da natureza da oferta, se é facultado ao controlador adquirir um percentual de ações que irá reduzir a patamares insuficientes a liquidez dos papéis remanescentes, passa a ser do interesse dos acionistas minoritários que esta Autarquia atue, a partir deste momento, de forma a maximizar eventuais oportunidades de liquidez para suas ações – conforme preceitua de forma correta o artigo 10, §2º, da Instrução CVM 361/02.

26. Pode-se sustentar, inclusive, que a inaplicabilidade do artigo 10, §2º, da Instrução CVM 361/02 às OPAs por alienação de controle que resultem na aquisição de mais de 2/3 das ações em circulação constitui verdadeiro vácuo na sistemática de proteção ao direito dos acionistas minoritários pela Instrução CVM 361/02. Em oposição ao que ocorre em ofertas de outras modalidades que sejam bem sucedidas, os minoritários remanescentes após uma OPA por alienação de controle que restrinja a liquidez do mercado não possuem: (a) o direito de reconsiderar a sua decisão de não participar da oferta, diante da análise do patamar de liquidez existente após o leilão; e (b) uma oportunidade adicional de liquidez para se desfazer de seus papéis antes que sua negociação no mercado se torne completa ou praticamente inviável.

27. É exatamente isto que postula a Microsoft. Tendo em vista que: (a) não há mais liquidez efetiva para os papéis da Companhia, em razão de uma oferta legítima que contou com a chancela da própria CVM; e (b) após serem procurados pela Consulente, os Controladores manifestaram interesse em prover uma relevante oportunidade de liquidez para as ações detidas pela Microsoft, oferecendo-se a pagar por estes papéis preço similar ao que foi pago na OPA Unificada; a Consulente entende que não deveria esta Autarquia estabelecer qualquer óbice à celebração deste negócio, inclusive no que se refere à imposição ao controlador de obrigação de lançar uma OPA por aumento de participação que, como se tratou, irá impossibilitar a formalização desta transação.

28. Em suma, no entendimento da Consulente, o reconhecimento, por esta CVM, de que deve ser facultado ao acionista controlador oferecer oportunidade de liquidez para os papéis de uma companhia cujas ações chegaram a patamares de negociação insignificantes, em razão do sucesso de uma OPA por alienação de controle legítima:

(a) deve ser adotado por critério de analogia, uma vez que encontra respaldo no tratamento conferido por esta mesma Autarquia para casos similares, conforme previsto no artigo 10, §2º, da Instrução CVM 361/02;

(b) corresponde a uma interpretação sistemática e coerente da Instrução CVM 361/02, capaz de impedir uma irrazoável restrição fática do direito da Consulente de alienar suas ações por um valor adequado, sem que haja efetiva tutela a qualquer direito em contrapartida; e

(c) constitui uma forma de amenizar o vácuo normativo deixado pela inaplicabilidade do artigo 10, §2º, da Instrução CVM 361/02 às OPAs por alienação de controle que resultem na aquisição de mais de 2/3 das ações em circulação, por meio da criação de oportunidade de liquidez adicional para papéis que já não mais possuem dispersão suficiente para encontrar mercado sem a intervenção do controlador.

29. Por fim, caso esta Autarquia entenda que a alienação das ações da Microsoft para as acionistas controladoras da NET implica na obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação, o que se admite apenas a título de argumentação, a Consulente solicita que esta Autarquia manifeste-se sobre o número de ações que as acionistas controladoras da NET estão autorizadas a adquirir sem que desta aquisição resulte a obrigação de lançar uma nova OPA.

30. Isto porque, no entendimento da Consulente, as ações adquiridas de forma pública ou privada a partir 05/09/2000 – que, nos termos da fórmula constante do MEMO/SRE/GER-1/Nº 43/2011, devem ser deduzidas do saldo de ações que podem ser adquiridas de forma privada sem lançamento de OPA por aumento de participação – apenas devem integrar a fórmula em questão quando adquiridas por quem, à época da aquisição, já era controlador da companhia.

31. Não fosse este o caso, chegar-se-ia ao contrassenso de se impedir qualquer novo controlador de adquirir qualquer número de ações no mercado, uma vez que, logo na sequência da aquisição do controle de companhia aberta, já teria o controlador adquirido: (a) as próprias ações representativas do bloco controle; e (b) no âmbito da respectiva OPA por alienação de controle – que costuma ter alta aceitação por incluir na formação de seu preço o valor do controle –, uma quantidade de ações que, muito provavelmente, também já teria ultrapassado mais de 1/3 das ações então em circulação.

32. Nesta linha, a Consulente solicita, subsidiariamente, que esta Autarquia reconheça que o total de ações que as controladoras da Companhia podem adquirir sem deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação corresponde a 1/3 do total de ações em circulação na presente data, sem qualquer dedução – visando, com isso, possibilitar a venda de ao menos parte de suas ações para os Controladores.

2. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

2.1. Inicialmente, cabe ressaltar que a Consulente apresentou dois pleitos excludentes, quais sejam:

"(a) esta Autarquia reconheça que não há qualquer óbice para a aquisição das ações de emissão da NET detidas pela Microsoft pelos Controladores, pelo mesmo preço da OPA finalizada em 27 de novembro de 2013, inclusive registrando que esta aquisição não irá deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação pelos Controladores; e

(b) subsidiariamente, caso o pleito acima não seja acolhido, o que se admite apenas a título de argumentação, que esta Autarquia reconheça que o total de ações que os Controladores podem adquirir sem deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação corresponde a 1/3 do total de ações em circulação na presente data, sem qualquer dedução, de modo a possibilitar a venda de ao menos parte de suas ações para os Controladores."

2.2. Dado que o pleito (a) acima é tratado como principal pela Consulente, iniciaremos nossa análise por ele.

2.3. Preliminarmente, destacamos que a OPA por aumento de participação é prevista no § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/76, nos seguintes termos:

"Art. 4º, § 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."

2.4. Em linha com o disposto acima, a Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361") prevê a realização da OPA por aumento de participação nas hipóteses constantes do art. 26, bem como dos §§ 1º e 2º do art. 37, respectivamente transcritos abaixo:

"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.

§1º Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.

§2º A OPA de que trata este artigo deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.

§3º O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do caput, ou no prazo determinado pela CVM, na hipótese do § 1º.

§4º Em qualquer das hipóteses deste artigo será lícito às pessoas mencionadas no caput adotar o procedimento alternativo de que trata o art. 28, nas condições ali referidas.

§ 5º Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no caput deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.

§ 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." (grifos nossos)

"Art. 37 (...)

§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I e 26, o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir.

§2º Ainda para efeito das companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução, caso o ofertante, nas ofertas de que trata o caput do art. 15, já tenha atingido o limite a que se refere o inciso I do mesmo artigo, calculado na forma do parágrafo anterior, nova aquisição de ações somente poderá ser realizada mediante OPA por aumento de participação, com as limitações ali estabelecidas." (grifo nosso)

2.5. Da leitura dos dispositivos acima transcritos, verifica-se que a Instrução CVM 361 prevê, de forma abrangente, duas possibilidades de incidência da OPA por aumento de participação, quais sejam: (i) "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"; e (ii) "o ofertante, nas ofertas de que trata o caput do art. 15, já tenha atingido o limite a que se refere o inciso I do mesmo artigo" e pretenda realizar nova aquisição de ações em circulação, a qual só poderá ser realizada por meio de OPA por aumento de participação.

2.6. Percebe-se, do acima exposto, que a OPA por aumento de participação prevista pelo art. 26 da Instrução CVM 361 tem por objetivo tutelar a liquidez no âmbito das aquisições realizadas por outro meio que não uma OPA, tendo em vista que a obrigatoriedade de se realizar tal oferta só ocorre uma vez deflagrada, pelos agentes ali descritos, a aquisição, "por outro meio que não uma OPA, [de] ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação". Já a OPA por aumento de participação prevista pelo art. 37 da mesma Instrução tem por objetivo tutelar a liquidez no âmbito das aquisições realizadas por meio das OPA de que trata o art. 15, uma vez que tenha sido atingido, em OPA anterior(es), o limite de 1/3 de que trata o inciso I do referido artigo, situação limítrofe entre haver ou não o impedimento de liquidez das ações em circulação, segundo parâmetros estabelecidos pela CVM na Instrução CVM 361.

2.7. Ademais, reforça a caracterização acima o voto do ex-Diretor Otavio Yazbek (fls. 38 a 40 do presente Processo), o qual foi acompanhado pelo Colegiado da CVM, em decisão datada de 30/07/2013, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-14764, que tratou da inaplicabilidade do regime da OPA por aumento de participação, no âmbito da OPA Unificada de NET (conforme definida na parte inicial do presente Memorando, também chamada de OPA 2).

2.8. Naquele caso, havia reclamação de investidores requerendo que a OPA 2 observasse as regras previstas para uma OPA por aumento de participação, em função de ter ocorrido uma OPA anteriormente àquela, denominada OPA 1 na parte inicial do presente Memorando, por meio da qual foi adquirido mais de 1/3 (um terço) das ações preferenciais em circulação de NET à época.

2.9. Mais precisamente, por meio da OPA 1 foram adquiridos 84,77% das ações preferenciais em circulação da Companhia à época, percentual que representou mais de 2/3 (dois terços) das referidas ações.

2.10. O que se tratou naquele caso, então, dentre outras coisas, foi a existência ou não de uma OPA autônoma no § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361, distinta daquela prevista pelo caput do mesmo artigo, a qual poderia ser exigível independentemente de a aquisição de ações em circulação ter se dado por outro meio que não uma OPA.

2.11. Em seu voto, o então Diretor Otavio Yazbek entendeu, conforme transcrito abaixo, que o § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361 não prevê uma OPA distinta daquela prevista no caput do mesmo artigo. Ao contrário, o referido dispositivo fortalece a regra do caput, o que corrobora a interpretação exposta no parágrafo 2.6 acima, qual seja, que a OPA prevista pelo art. 26 da Instrução CVM 361, inclusive em seu § 6º, só é disparada por aquisições que ocorram por outro meio que não uma OPA.

"A ideia é que, uma vez preenchidos os elementos que compõem o suporte fático do caput do art. 26 ou do §1º (i.e., uma vez deflagrada a obrigação de realizar a OPA por aumento de participação), o controlador e os outros sujeitos mencionados no § 6º não possam adquirir novas ações privadamente ou em bolsa até que se cumpra com a obrigação de realizar uma OPA por aumento de participação.

Mas, como disse, para que cheguemos ao ponto de considerar a incidência do §6º, é necessário que, antes, o caput ou o §1º tenha incidido e que, por consequência, já exista a obrigação de o controlador realizar uma OPA por aumento de participação. É só aí, nesse segundo momento, que "o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada" passam a se sujeitar ao dever contido no §6º de não "realizar novas aquisições de ações [exceto se] por meio de OPA por aumento de participação".

2.12. Ademais, no mesmo voto, o então Diretor Otavio Yazbek fez uma análise da incidência do § 2º do art. 37 da Instrução CVM 361 (transcrita abaixo), também em linha com o que expusemos no parágrafo 2.6 acima, ou seja, que o referido dispositivo normativo visa tutelar a liquidez das ações em circulação remanescentes após a realização das OPA de que trata o art. 15 da mesma Instrução.

"V. A questão do § 2º do Art. 37

O segundo ponto que vale explorar, como já esclarecido, é o da obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação, no presente caso, com fundamento no § 2º do art. 37 da Instrução CVM n.º 361/2002.

Contudo, ao que me parece, tampouco este artigo incide no presente caso. A redação do artigo (que remete somente ao inciso I do art. 15 e ao verbo "atingir") deixa claro que sua hipótese de incidência se volta para as situações em que o limite de um terço foi atingido por meio de uma oferta que, tendo obtido adesões superiores a um terço, restringiu-se a adquirir só um terço.

É de se lembrar, ademais, que esta situação já poderia ocorrer sob a égide da Instrução CVM n.º 299/1999, tal como alterada pela Instrução CVM n.º 345/2000. Lá, no caso de o controlador realizar uma oferta visando mais de um terço das ações em circulação, ele deveria fazer constar do edital se, na hipótese de acionistas representando mais de um terço das ações em circulação efetivamente aceitassem a oferta, ele iria (i) desistir da oferta; (ii) adquirir, proporcionalmente, o número de ações de propriedade dos aceitantes da oferta, até o limite de um terço das ações em circulação; ou (iii) iniciar novo procedimento de oferta pública, com observância das regras da Instrução CVM n.º 229, de 16.1.1995.

Em outras palavras, poderia o controlador, se assim desejasse, adquirir só um terço das ações em circulação e, assim, evitar a incidência das regras relacionadas ao procedimento aplicável ao cancelamento de registro, notadamente aquelas relativas ao laudo de avaliação.

Mas, inclusive porque, nesta hipótese, o controlador evitava a incidência das regras relativas à avaliação, o regulador entendeu pertinente esclarecer, no § 2º do art. 37 da Instrução CVM n.º 361/2002 – que, vale lembrar, está inserido na seção referente às "Regras de Vigência" –, que o controlador somente poderia fazer novas aquisições "mediante OPA por aumento de participação".

Nesse sentido, não me parece que estejamos, no presente caso, diante de uma das hipóteses que o § 2º do art. 37 veio a disciplinar, nomeadamente, aquelas em que o limite de um terço foi atingido por meio de uma oferta que, tendo obtido adesões superiores a um terço, restringiu-se a adquirir só um terço. Por este motivo, não me parece que tampouco este dispositivo sirva de fundamento para a incidência das regras relativas a OPA por aumento de participação."

2.13. No caso concreto, conforme expusemos na parte inicial do presente Memorando, as aquisições de ações de emissão da Companhia realizadas pelas Controladoras, por meio das OPA 1 e OPA 2, ultrapassaram 1/3 (um terço) das suas ações em circulação às épocas, tanto no que se refere às preferenciais, quanto no que se refere às ordinárias, respectivamente.

2.14. Como tais aquisições foram realizadas no âmbito de duas OPA, a análise quanto à necessidade ou não de uma próxima aquisição se dar por meio de OPA por aumento de participação deveria embasar-se no previsto pelo § 2º do art. 37 da Instrução CVM 361, desconsiderando, a priori, o disposto no art. 26 da mesma Instrução, dado que tal dispositivo trata especificamente das aquisições que ultrapassaram 1/3 (um terço) das ações em circulação realizadas por outro meio que não uma OPA, como concluímos acima.

2.15. Analisando então o disposto no § 2º do art. 37 da Instrução CVM 361, em conjunto com o entendimento exposto no voto supra (parágrafo 2.12), percebe-se que a obrigatoriedade da realização de uma OPA por aumento de participação deve ser observada quando se pretende adquirir ações em circulação de companhia aberta, quando já fora atingido o limite a que se refere o inciso I do art. 15 da mesma Instrução.

2.16. Sobre esse ponto, cabe destacar o disposto no art. 15 da Instrução CVM 361:

"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;

Parágrafo único. Não sendo aplicável o disposto no art. 37, §§ 1º e 2º, o limite de 1/3 (um terço) previsto no inciso I deverá ser calculado com base no número de ações existentes em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários."

2.17. Da leitura do dispositivo supra e do voto do ex-Diretor Otavio Yazbek (parágrafo 2.12 acima), percebe-se que o § 2º do art. 37 da Instrução CVM 361 visa tutelar a liquidez das ações em circulação remanescentes das OPA nas quais ocorrem a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação e, por esse motivo, adquiri-se o limite de 1/3 (um terço) de que trata o inciso I do art. 15 da Instrução CVM 361.

2.18. Nesses casos, o inciso I do art. 15 da Instrução CVM 361 permite ao ofertante adquirir no máximo 1/3 (um terço) das ações em circulação e, uma vez que o ofertante tenha atingido o referido limite, novas aquisições só poderiam ser realizadas por meio de OPA por aumento de participação, por força do § 2º do art. 37 da Instrução CVM 361.

2.19. Entretanto, o que a Instrução CVM 361 não explicita é a necessidade ou não de se realizar uma OPA por aumento de participação, em caso de novas aquisições de ações pelos agentes definidos no *caput* de seu art. 15, considerando que anteriormente houve a realização de OPA em que não só o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação foi ultrapassado, mas também o limite de 2/3 (dois terços) daquelas ações, conforme previsto no inciso II do art. 15 da Instrução CVM 361.

2.20. Cabe ressaltar que, por força do art. 15 da Instrução CVM 361, as únicas OPA realizadas pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, por meio das quais poderia ser adquirido número de ações equivalente a mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação seriam a OPA por alienação de controle e a OPA para saída de segmento especial de negociação de valores mobiliários, neste último, apenas caso a CVM dispense as exigências quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, com fulcro no art. 35 da Instrução CVM 361.

2.21. Desta forma, entendemos que a Instrução CVM 361 prevê explicitamente a tutela da liquidez apenas quando a aceitação, nas OPA de que trata o art. 15 da referida Instrução, se dê entre 1/3 (um terço) e 2/3 (dois terços) das ações em circulação e, por força do inciso I do mesmo artigo, o ofertante esteja restrito a adquirir até o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação.

2.22. Já para os casos em que, nas OPA de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, houver a aceitação por

titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, é permitido ao ofertante adquirir todas as ações de cujos titulares aderirem a tais ofertas, sobrando aos titulares das ações em circulação remanescentes apenas a opção de vendê-las ao ofertante, no prazo de até 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão das OPA, pelo preço praticado em tais ofertas, atualizado nos termos do instrumento de OPA, conforme previsto pelo § 2º do art. 10 da referida Instrução, transcrito abaixo:

"Art. 10 (...)

§2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos:

I – exercício da faculdade pelo acionista; ou

II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo."

2.23. Sendo assim, é coerente concluir que, caso as OPA previstas pelo art. 15 da Instrução CVM 361 tenham aceitação por titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, não haveria, a priori, outro dispositivo na Instrução em tela, exceto o § 2º do art. 10, que tutelasse a liquidez das ações remanescentes.

2.24. Ainda sobre o racional acima exposto, cabe destacar trecho de parecer elaborado por Nelson Eizirik (fls. 41 a 72 do presente Processo), a pedido da Embratel Participações S.A., no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-14764, precedente citado nos parágrafos 2.7 a 2.12 acima, com o qual concordamos:

"Por outro lado, nos casos de aceitação da OPA por mais de 2/3 (dois terços) dos titulares de ações em circulação, entendeu a CVM que a vontade dos acionistas de alienar suas ações na OPA, expressa em um nível tão alto das ações em circulação, deveria prevalecer sobre o interesse na proteção da liquidez original das ações.

Com efeito, nestas situações em que o patamar de aceitação da OPA supera 2/3 (dois terços) das ações em circulação, presumiu a CVM que o objetivo buscado pelo artigo 15 da Instrução CVM nº 361/2002, de proteger a liquidez da companhia objeto, foi superado em razão da substancial aceitação da oferta, que demonstra que ela foi realizada em bases

Vale dizer, limitar a aquisição das ações nos casos de aceitação por mais de 2/3 (dois terços) dos titulares das ações em circulação implicaria em prejudicar os acionistas minoritários, ao invés de protegê-los, uma vez que, mesmo diante de uma aceitação tão significativa da OPA, os acionistas interessados teriam o direito de dispor das ações de sua propriedade limitado pela regra do rateio.

Note-se, ademais, que a equitatividade da OPA que resulta na aquisição de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação é ainda garantida pelo artigo 10, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002, que permite que os acionistas que não tenham aceitado a oferta vendam as ações de sua titularidade para o ofertante, pelo mesmo preço praticado na OPA, no prazo de 3 (três) meses subsequentes à realização do leilão da OPA, justamente para não serem obrigados a permanecer em uma companhia cujas ações apresentem baixa liquidez no mercado.

Uma vez adquiridas na OPA mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, conforme permite o artigo 15 da Instrução CVM nº 361/2002, não faz qualquer sentido se aplicar a limitação do artigo 37, § 2º, às novas aquisições a serem efetuadas pelo acionista controlador. Neste caso, deixa de existir, legitimamente, qualquer razão para a incidência das normas de proteção à liquidez existente antes da oferta previstas na Instrução CVM nº 361/2002.

(...)

Tendo em vista que esses acionistas voluntariamente decidiram não vender suas ações, seja no próprio leilão da OPA, seja no período de 3 (três) meses previsto no artigo 10, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002, entende-se que eles aceitaram os novos níveis da liquidez da companhia e, portanto, não podem reclamar a aplicação das normas regulamentares que visavam a proteger a liquidez existente antes da OPA, como é o caso do disposto no artigo 37, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002.

Dessa forma, conclui-se que apenas quando atingido o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação em OPA promovida pelo controlador, pelo fato desta não ter sido aceita por mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, nos termos do artigo 15, inciso I, da Instrução CVM nº 361/2002, é que as novas aquisições por ele efetuadas devem ocorrer mediante OPA por aumento de participação. Por outro lado, se na OPA anterior o controlador ultrapassar o limite de 1/3 (um terço), mediante a aquisição legítima de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, não cabe a restrição do art. 37, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002, ficando o ofertante liberado para adquirir novas ações sem observar as regras da OPA por aumento de participação."

2.25. Tendo em vista o entendimento mencionado no parágrafo 2.23 acima ("é coerente concluir que, caso as OPA previstas pelo art. 15 da Instrução CVM 361 tenham aceitação por titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, não haveria, a priori, outro dispositivo na Instrução em tela, exceto o § 2º do art. 10, que tutelasse a liquidez das ações remanescentes"), há que se analisar o presente caso, mediante verificação da situação em separado de cada uma das espécies de ações de emissão de NET.

2.26. No que se refere às ações preferenciais de emissão da Companhia, verificamos, conforme disposto na parte inicial deste memorando, que as mesmas foram objeto de uma OPA voluntária realizada pelas Controladoras, denominada de OPA 1, por meio da qual foram adquiridas 84,77% das ações preferenciais de emissão de NET em circulação à época.

2.27. Como a OPA 1 foi uma das ofertas de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, e como a mesma teve adesão por titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações preferenciais em circulação, entendemos que não há previsão normativa para tutela da liquidez atual das ações preferenciais de NET.

2.28. No que tange às ações ordinárias de emissão da Companhia, verificamos, conforme disposto na parte inicial

deste Memorando, que as mesmas foram objeto de uma OPA unificada (por alienação de controle e saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa), realizada pelas Controladoras, denominada de OPA 2, por meio da qual foram adquiridas 93,48% das ações ordinárias de emissão de NET em circulação à época.

2.29. A despeito de a OPA 2 não ter observado as regras previstas pelo art. 15 da Instrução CVM 361, por ter sido constituída por uma OPA por alienação de controle, a qual é excetuada pelo referido dispositivo normativo, entendemos que o racional desenvolvido anteriormente se aplica à tal oferta, dado que a mesma também teve adesão por titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações ordinárias em circulação, não havendo, portanto, previsão normativa para tutela da liquidez atual das ações ordinárias de emissão de NET.

2.30. Com base em todo o exposto acima, entendemos não haver óbice ao pleito (a) da Consulente, quanto à possibilidade da *"aquisição das ações de emissão da NET detidas pela Microsoft pelos Controladores, pelo mesmo preço da OPA finalizada em 27 de novembro de 2013, inclusive registrando que esta aquisição não irá deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação pelos Controladores"*.

2.31. Cabe destacar, contudo, que, a despeito de nossa manifestação favorável ao pleito em tela (quanto à possibilidade de os Controladores adquirirem as ações de emissão de NET, atualmente de titularidade de Microsoft, sem que isso resulte na obrigação de realizarem uma OPA por aumento de participação), pelos motivos expostos até aqui, tal entendimento não se aplicaria necessariamente a qualquer caso com características similares.

2.32. Vejamos, por exemplo, casos em que, mesmo após os acionistas controladores de companhias abertas terem adquirido mais de 2/3 de ações em circulação de emissão das mesmas, por conta de realizações de OPA anteriores, tais companhias tenham passado por reestruturações societárias, como um aumento de capital, que viesse a resultar em acréscimo no número de ações em circulação.

2.33. Nesses casos, então, entendemos que não tutelar a liquidez resultante de um aumento de capital posterior à referida situação seria no mínimo injusto com os novos titulares de ações em circulação, os quais teriam participado do aumento de capital da companhia.

2.34. Por esses motivos, ratificamos que eventuais casos futuros deverão ser analisados em suas particularidades, ainda que guardem algumas características similares com o caso ora em análise.

2.35. Quanto ao pleito (b) da Consulente, na hipótese de o Colegiado da CVM não concordar com o entendimento acima (sobre o pleito (a)), caberia, então, analisarmos:

"(b) subsidiariamente, caso o pleito acima [pleito (a)] não seja acolhido, o que se admite apenas a título de argumentação, que esta Autarquia reconheça que o total de ações que os Controladores podem adquirir sem deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação corresponde a 1/3 do total de ações em circulação na presente data, sem qualquer dedução, de modo a possibilitar a venda de ao menos parte de suas ações para os Controladores."

2.36. Entretanto, não vemos na regulamentação em vigor qualquer possibilidade de sua ocorrência para o caso concreto, uma vez que o limite de 1/3 de ações em circulação possível de aquisição por parte do acionista controlador de uma companhia aberta, sem que gere a obrigação de o mesmo realizar uma OPA por aumento de participação, é calculado com base no número de ações em circulação existente *"na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000"*, nos termos do § 1º do art. 37 da Instrução CVM 361.

2.37. Alternativamente, não sendo a companhia objeto existente na data de entrada em vigor da Instrução CVM 361, o limite em questão é *"calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários"*, nos termos do § 5º do art. 26 da mesma Instrução, mas não simplesmente com base no número atual de ações em circulação.

2.38. Nesse sentido, cabe destacar que tal possibilidade de aquisição de 1/3 das ações atualmente em circulação não seria possível ainda que se aplicasse a Fórmula $L(1/3) = 1/3(AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, já referendada pelo Colegiado da CVM, como nos seguintes casos:

- (i) Suzano Holding S.A. (Processo CVM RJ-2010-13241), decisão datada de 19/04/2011;
- (ii) Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. - EMBRATEL (Processo CVM RJ-2010-15144), decisão datada de 27/12/2011;
- (iii) Banco Sofisa S.A. (Processo CVM RJ-2014-3723), decisão datada de 20/05/2014; e
- (iv) Cremer S.A. (Processo CVM RJ-2014-4394), decisão datada de 03/06/2014.

2.39. Assim, somos desfavoráveis à concessão do pleito (b), quanto à possibilidade de os Controladores adquirirem qualquer quantidade de ações em circulação de NET (ainda que respeitando o limite de 1/3 das ações atualmente em circulação), sem que isso resulte na obrigação de realizarem uma OPA por aumento de participação.

III- CONCLUSÃO

3.1 Tendo em vista todo o acima exposto, propomos o envio do presente Processo ao SGE, a fim de que o pleito em tela seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora do caso, ressaltando nosso entendimento de que:

(a) *"não há qualquer óbice para a aquisição das ações de emissão da NET detidas pela Microsoft pelos Controladores, pelo mesmo preço da OPA finalizada em 27 de novembro de 2013, inclusive registrando que esta aquisição não irá deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação pelos Controladores"*; e

(b) caso o Colegiado da CVM discorde do entendimento acima (pleito (a)), somos desfavoráveis a *"que esta Autarquia reconheça que o total de ações que os Controladores podem adquirir sem deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação corresponde a 1/3 do total de ações em circulação na presente data, sem qualquer dedução, de modo a possibilitar a venda de ao menos parte de suas ações para os Controladores"*.

Atenciosamente,

(original assinado por)
RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Analista GER-1

(original assinado por)
RICARDO MAIA DA SILVA
Gerente de Registros -1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

REGINALDO PEREIRA DE OLIVEIRA
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[1] Utilizado, pela primeira vez, no âmbito do Processo 2010/13241, de Relatoria do Diretor Otávio Yazbek.

[2] Eizirik, Nelson. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª Edição. Renovar: 2011.

[3] No mesmo sentido tem-se o disposto no artigo 32-A da Instrução CVM 361/02, aplicável às OPAs para aquisição de controle: *"Do instrumento de OPA para aquisição de controle, exceto no caso de OPA parcial, constará declaração do ofertante de que ficará obrigado a adquirir, após a OPA, as ações em circulação remanescentes da mesma espécie e classe, pelo prazo de 30 (trinta) dias, contado da data da realização do leilão, pelo preço final da OPA."*