

Assunto: Recurso contra decisão da SRE que considerou improcedente a necessidade de atualização do laudo de avaliação no âmbito da OPA Unificada de NET Serviços de Comunicação S.A. — Processo CVM nº RJ-2013-9574

Senhor Superintendente,

Trata-se de expediente protocolado nesta CVM em 28/8/2013 (fls. 1 a 28), com interposição de recurso, com requerimento de efeito suspensivo, contra a decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE"), que considerou improcedente a necessidade de atualização do laudo de avaliação, alegada pelos atuais Recorrentes (Reclamantes, à época), no âmbito da OPA Unificada de NET Serviços de Comunicação S.A. ("NET" ou Companhia").

A propósito, o pedido de registro da oferta pública unificada de aquisição de ações, por alienação de controle e para saída do Nível 2 de Governança Corporativa, ("OPA Unificada") de NET foi protocolado nesta CVM em 12/6/2012 e, não obstante já ter sido aprovado pelo Colegiado da CVM em reunião datada de 27/11/2012, ainda encontra-se em análise nesta área técnica no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-6422, pelos motivos descritos na seção "I. Histórico do Recurso" abaixo.

Atualmente, as ofertantes da OPA Unificada de NET são Embratel Participações S.A. ("Embrapar") e Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. ("Embratel") (juntas, "Ofertantes"), uma vez que GB Empreendimentos e Participações S.A., originalmente ofertante junto com Embratel e Embrapar, foi incorporada pela NET em 30/8/2013.

O laudo de avaliação de NET foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("Avaliador"), por força do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, uma vez que a oferta envolve a finalidade de saída da Companhia desse segmento.

Ademais, a decisão da SRE, quanto à improcedência da necessidade de atualização do laudo de avaliação de NET, foi comunicada aos atuais Recorrentes por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 142/2013 (fls. 12 e 13 do presente Processo), datado de 14/8/2013.

Os atuais Recorrentes são os seguintes acionistas destinatários da OPA Unificada de NET, titulares de aproximadamente 35% das ações objeto: (i) Pátria Equity Long Bias Master FIA; (ii) Pátria Long Short FIM; (iii) Pátria 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 ("Recorrentes").

Como melhor descrito na seção "II. Alegações dos Recorrentes" abaixo, os mesmos pleiteiam a atualização do laudo de avaliação de NET, sob as seguintes alegações: (i) "alteração das premissas macroeconômicas: o preço apurado está totalmente desatualizado"; (ii) "houve evento relevante entre a data-base e a data do laudo de avaliação: aplicação do precedente Dixie Toga"; (iii) "graves erros de cálculo"; e (iv) "a companhia está passando por reorganização societária, que muda substancialmente o seu valor".

Quanto ao requerimento de efeito suspensivo, a SRE indeferiu tal pleito, tendo-o comunicado aos Recorrentes por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 153/2013 (fls. 32 e 33) e, na sequência, encaminhado cópia do presente Processo ao Presidente da CVM ("PTE"), via Superintendente Geral ("SGE"), por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 51/2013 (fls. 35 a 36), com vistas a cumprir o que preceitua o disposto no inciso VI da Deliberação CVM nº 463/03 ("Deliberação CVM 463").

Já em decisão datada de 11/9/2013, o PTE acolheu o pleito de efeito suspensivo (fl. 44), o que esta área técnica comunicou aos Recorrentes por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 161/2013, datado de 16/9/2013 (fl. 250).

I. HISTÓRICO DO RECURSO

1.1 Em 27/11/2012, o Colegiado da CVM deferiu (fl. 255 e 256) o pleito de unificação da OPA, por alienação de controle e para Saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa de NET, tratada no âmbito do Processo CVM RJ-2012-6422, nos seguintes termos:

"Trata-se de apreciação de pedido de unificação de ofertas públicas de aquisição de ações ("OPA") de emissão de NET Serviços de Comunicação S.A. ("Companhia"), formulado pelo Banco Itaú BBA S.A. juntamente com Embratel Participações S.A., Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. e GB Empreendimentos e Participações S.A., nos termos do § 2º do art. 34 da Instrução 361/02.

A unificação visa atender às seguintes modalidades de OPA:

i. por alienação do controle da Companhia, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76; e

ii. para saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

Em sua manifestação, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE opinou favoravelmente ao pedido, por considerar atendidos os dispostos no §2º do art. 34 da Instrução 361/02, no art. 254-A da Lei 6404/76 e na regra prevista no Regulamento do Nível 2 do segmento especial de Governança Corporativa da BM&FBovespa. Além disso, a SRE mencionou diversos precedentes do Colegiado que autorizaram a unificação em situações análogas.

O Colegiado, com base no exposto no Memo/SRE/GER-1/099/2012, e em linha com os precedentes, deliberou o deferimento do pedido de unificação da oferta pública de aquisição de ações de emissão de NET Serviços de Comunicação S.A., nos termos do art. 34 da Instrução 361/02."

1.2 Paralelamente ao referido Processo de análise da OPA Unificada, esta área técnica recebeu expedientes com reclamações dos Recorrentes (Reclamantes, à época) sobre o tema do direito à revisão de preço de que trata o art. 4º-A da Lei 6.404/76 ("LSA") no âmbito da oferta.

1.3 Tais reclamações, tratadas no Processo CVM RJ-2012-8580, alegavam inconsistências no laudo de avaliação da NET e requeriam o reconhecimento do direito à revisão de preço supramencionada.

1.4 Ainda em 27/11/2012, esta SRE encaminhou aos Reclamantes o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 337/2012 (fls. 257 a 264), comunicando a aprovação da OPA Unificada de NET, por parte do Colegiado da CVM. Naquele mesmo Ofício, a SRE comunicava, ainda, o seu entendimento de que à OPA Unificada de NET não se aplicava a regra da revisão de preço prevista no art. 4º-A da LSA.

1.5 Em 5/12/2012, os atuais Recorrentes protocolaram na CVM recurso (tratado no Processo CVM nº RJ-2012-14764) contra a decisão da SRE, quanto à inaplicabilidade da revisão de preço de que trata o art. 4º-A da LSA no âmbito da OPA de Unificada de NET, por entenderem que tal oferta devia ser submetida ao rito e às salvaguardas da OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 e do § 2º do art. 37 da Instrução CVM 361, uma

vez que, no caso concreto, o grupo controlador de NET já havia ultrapassado o limite de 1/3 das ações em circulação previsto, em função de OPA voluntária realizada anteriormente.

1.6 Em 22/1/2013, aquele recurso foi submetido ao Colegiado da CVM, por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 02/2013 (fls. 265 a 300) que, por sua vez, iniciou as discussões sobre o tema, tendo o Diretor Otavio Yazbek ("DOZ") solicitado vista do Processo CVM nº RJ-2012-14764.

1.7 Em 30/4/2013, estando o Processo CVM nº RJ-2012-14764 sob a relatoria do DOZ, os Recorrentes protocolaram pleito de pedido de atualização do laudo de avaliação da Companhia (fls. 301 a 312), por entenderem que, em suas palavras: "após quase 12 meses da elaboração do laudo, o valor apurado à época já não reflete adequadamente o atual valor da Companhia".

1.8 Em 30/7/2013, o Colegiado da CVM, "acompanhando o voto apresentado pelo Diretor Otavio Yazbek, deliberou, por unanimidade, o indeferimento do recurso apresentado", no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-14764.

1.9 Na decisão supramencionada, o Colegiado da CVM ateu-se à questão da inaplicabilidade do rito e das salvaguardas da OPA por aumento de participação à presente OPA Unificada. Seguem os termos daquela decisão:

"O Diretor observou que os Recorrentes sustentam, em síntese, que o § 6º art. 26 da Instrução CVM 361/02 cria uma hipótese de OPA distinta daquela do caput do mesmo artigo. Assim, se o caput trata da OPA por aumento de participação propriamente dita, deflagrada por aquisições que superem o patamar ali estabelecido efetuadas por outro meio que não uma OPA, o § 6º estabelecerá uma obrigação de, a partir da aquisição de 1/3 das ações em circulação, por qualquer meio, apenas realizar novas aquisições por meio de uma OPA por aumento de participação.

Segundo o Diretor, o § 6º do art. 26, tal como incluído pela Instrução CVM 487/10, visa, basicamente, fortalecer a regra do caput e do § 1º do art. 26. 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. Nesse sentido, o Diretor concluiu que o § 6º do art. 26 não faz deflagrar uma OPA por aumento de participação distinta daquela do caput.

O segundo ponto levantado pelo Diretor 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 361/02. Segundo o Diretor, este artigo não incide no presente caso, pois sua redação, 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.

Ao final da discussão, o Colegiado, acompanhando o voto apresentado pelo Diretor Otavio Yazbek, deliberou, por unanimidade, o indeferimento do recurso apresentado."

1.10 Em 14/8/2013, tendo recebido de volta o Processo CVM nº RJ-2012-14764, esta área técnica comunicou aos Recorrentes a decisão de indeferimento de recurso supramencionada, por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº141/2013 (fls. 252 a 254).

1.11 Na mesma data, a SRE encaminhou o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº142/2013 (fls. 12 e 13), em que comunicava, ainda, o seu entendimento quanto à improcedência do pedido de atualização do laudo de avaliação de NET, para a realização de sua OPA Unificada.

1.12 Em 28/8/2013, os Recorrentes protocolaram expediente em que interpõem o presente recurso com requerimento de efeito suspensivo contra a citada decisão da SRE datada de 14/8/2013, cujo teor encontra-se detalhado na seção "II. Alegações dos Recorrentes" abaixo.

1.13 Em 2/9/2013, esta SRE encaminhou o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº153/2013 (fls. 32 e 33) aos Requerentes, indeferindo o requerimento de efeito suspensivo nos seguintes termos:

"(...) em relação ao requerimento de efeito suspensivo da referida decisão do SRE, entendemos não ser a mesma cabível ao presente caso, por considerarmos não haver incompatibilidade entre a apreciação do recurso ora interposto, que será devidamente realizada nos prazos previstos pela Deliberação CVM nº 463/03 ("Deliberação CVM 463"), e a continuação dos procedimentos de registro da OPA Unificada da Companhia, tendo em vista, entre outros fatores, que:

(i) após a concessão de registro da OPA Unificada, as ofertantes terão até dez dias para publicar o seu edital, nos termos do art. 11 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361");

(ii) a realização do leilão deve obedecer ainda ao prazo mínimo de trinta dias e máximo de quarenta e cinco dias, contados da data da publicação do referido edital, nos termos do § 1º do art. 12 da Instrução CVM 361;

(iii) esta SRE deve reformar ou manter sua decisão dentro do prazo de dez dias úteis, contados do recebimento do recurso, de acordo com o inciso III da Deliberação CVM 463, ou seja, em prazo inferior ao mínimo possível para que ocorra a realização do leilão da OPA Unificada, conforme visto acima;

(iv) caso a decisão supramencionada venha a ser reformada (o recurso venha a ser acolhido) por esta SRE, a OPA Unificada poderá ser suspensa e/ou modificada, a qualquer tempo, conforme previsões expressas nos arts. 4º, § 2º, e 5º da Instrução CVM 361, por determinação da CVM; e

(v) caso a decisão supramencionada não venha a ser reformada (o recurso não venha a ser acolhido) por esta SRE, o presente recurso será encaminhado ao Colegiado da CVM dentro do prazo mencionado no item (iii) acima, que também terá tempo hábil para manter a decisão desta SRE, ou para reformá-la, podendo, no segundo caso, a OPA Unificada vir a ser suspensa e/ou modificada, nos termos mencionados no item (iv) acima.

Dessa forma, comunicamos o indeferimento do pleito de efeito suspensivo em tela, ressaltando que o recurso será apreciado nos prazos previstos pela Deliberação CVM 463.

Por fim, cópia integral do Processo em referência será encaminhada ao Presidente da CVM nesta data, com vista ao cumprimento do disposto no inciso VI da Deliberação CVM 463 (...)"

1.14 Ainda em 2/9/2013, de forma a cumprir com o disposto no inciso VI da Deliberação CVM 463, a SRE remeteu o MEMO/SRE/GER-1/Nº51/2013 ao PTE, via SGE, com cópia integral do presente Processo de recurso.

1.15 Em 2/9/2013, as Ofertantes obtiveram vista e cópia do recurso ora em análise.

1.16 Em 10/9/2013, as Ofertantes protocolaram expediente na CVM, em que apresentam seus esclarecimentos sobre aos pontos abordados pelos Recorrentes, os quais encontram-se detalhados na seção "III. Alegações das Ofertantes" abaixo.

1.17 Em 11/9/2013 (fl. 44), o Presidente da CVM reexaminou a questão da negação do efeito suspensivo por parte da SRE, tendo reformado tal decisão e concedido o referido pleito.

1.18 Em 16/9/2013, esta área técnica encaminhou o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 161/2013 (fl. 250) aos Recorrentes, comunicando a decisão do Presidente da CVM, quanto ao acolhimento do pleito de efeito suspensivo constante do presente recurso, e reiterando que a análise do recurso contra a decisão da SRE seguiria os prazos e procedimentos previstos na Deliberação CVM 463.

II. Alegações dos Recorrentes

2.1 Seguem as alegações apresentadas pelos Recorrentes no expediente protocolado em 28/8/2013, fundamentando seu pleito, com os grifos originais:

"RECURSO AO COLEGIADO DA CVM, COM PEDIDO DE URGENTE ATRIBUIÇÃO DE EFEITO SUSPENSIVO,

contra a decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários que indeferiu o pedido de atualização do laudo de avaliação elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A., proferida no âmbito da análise da OPA Unificada da NET, nos termos do Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº 142/2013, pelas razões de fato e de direito expostas a seguir:

*1. O presente recurso não cuida de pedido de revisão do preço da oferta, procedimento previsto no art. 4º-A da Lei nº 6.404/76 e no art. 24 da Instrução CVM nº 361/02. O que se pede aqui é apenas e tão-somente a **atualização** do laudo de avaliação das ações da NET pelo próprio Banco BTG Pactual S.A., e não a realização de nova avaliação por outra instituição.*

2. A questão da atualização do laudo de avaliação do Banco BTG Pactual S.A. não foi, em momento algum, decidida pelo Colegiado da CVM na decisão proferida em 30 de julho de 2013 (Processo CVM nº RJ 2012/14764, Reg. Col. 8399/2012). Somente foi enfrentada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários em decisão datada de 14 de agosto último.

*3. Daí o cabimento do recurso: o que se pede aqui é a reforma da decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (proferida em 14 de agosto último) que indeferiu o pedido dos recorrentes de **atualização** do laudo de avaliação da NET pelo Banco BTG Pactual S.A.*

ALTERAÇÃO DAS PREMISSAS MACROECONÔMICAS: O PREÇO APURADO ESTÁ TOTALMENTE DESATUALIZADO

*4. A data do laudo de avaliação da NET, elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. para fins de realização da OPA para saída do Nível 2 da BM&FBOVESPA, é **25 de maio de 2012**. Referido laudo utiliza como base as demonstrações financeiras do **1º trimestre de 2012**.*

*5. Após **15 meses (!)** da elaboração desse laudo, o preço apurado para as ações objeto da oferta pública **já não reflete o atual e justo valor da Companhia**.*

*6. Conforme demonstra o estudo anexo – que utiliza as mesmas premissas do avaliador relativas ao desempenho operacional, econômico e financeiro da NET –, o **valor atualizado das ações da NET é muito superior ao apurado no laudo**.*

7. Tamanha diferença decorre da alteração dos parâmetros macroeconômicos e do novo custo de dívida da Companhia.

8. De fato, para calcular o WACC atualizado da Companhia é necessário levar em conta a significativa queda da taxa livre de risco, do risco país e do CDI verificada ao longo dos últimos 15 meses.

9. O próprio avaliador, à época da elaboração do laudo, projetou que a Companhia apresentaria fluxos de caixa negativos até 2016 em função dos pesados investimentos (CapEx) que seriam realizados.

10. Por conseguinte, cerca de 91% do valor da Companhia está na perpetuidade. Fluxos de caixa com esse perfil (longa duração) apresentam significativa sensibilidade à taxa de desconto empregada.

11. E uma vez reduzida a taxa de desconto ao longo dos últimos 15 meses – em razão da alteração das condições macroeconômicas –, obviamente o valor da Companhia é outro, muito maior.

12. Isso demonstra que, ao contrário do afirmado no item "iii" da decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, houve, sim, "alterações significativas nas projeções de fluxo de caixa elaboradas pelo avaliador", em especial nas taxas de desconto empregadas, durante o "período em que o processo de registro da OPA Unificada encontra-se em análise na CVM".

*13. No precedente "CBC" (Processo CVM Nº RJ2008/1594), a Superintendência de Valores Mobiliários formulou "**exigências à instituição intermediária e à Ofertante, solicitando manifestação acerca das inconsistências apontadas**, haja vista sua responsabilidade perante a CVM, o mercado, os acionistas da CBC e terceiros, nos termos do §1º do art. 7º da Instrução CVM nº 361/02. Em sua resposta, tanto a DFV quanto o Banco Fator negaram a existência de inconsistências no laudo de avaliação, **não obstante tenha sido solicitado ao avaliador que procedesse à atualização do laudo**. Segundo o Banco Fator, os avaliadores se basearam nas informações gerenciais disponibilizadas pela Companhia no momento de sua elaboração (data-base do 3º trimestre/2006), motivo pelo qual a aquisição da companhia alemã não fora contemplada no laudo. A esse respeito, contudo, entendeu a área técnica que "não havia justificativa para tal entendimento, haja vista que as informações dispostas no documento devem ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas, conforme dispõe o inciso I do Anexo III da ICVM 361/02 e que o avaliador declarou ter recebido as informações gerenciais da CBC para fins de elaboração do laudo de avaliação da companhia".*

*14. Em mencionado precedente, o Colegiado rejeitou proposta de termo de compromisso porque, "além das reiteradas falhas na documentação encaminhada, **foi ressaltado que a instituição intermediária sequer atualizara o preço da oferta na minuta do edital da OPA**, face à alteração do valor indicado pelo avaliador como mais adequado à definição do preço-justo da Companhia, pelo que foi enviado novo ofício de exigências à instituição intermediária e à Ofertante, questionando quanto às suas responsabilidades previstas na Instrução CVM nº 361/02, diante das evidências cada vez mais significativas de sua falta de diligência na condução da operação".*

15. Além de tamanhas alterações macroeconômicas – que alteram profundamente o valor da Companhia –, nesses 15 meses após a

divulgação do laudo houve a publicação de 5 ITRs da NET, bem como o anúncio da desoneração do setor de telecomunicações em R\$6 bilhões!

16. No mesmo precedente “CBC”, em que depois da avaliação houve desoneração fiscal que afetou o valor da companhia – na mesma linha da desoneração fiscal de R\$6 bilhões para o setor de telecomunicações anunciada em março de 2013 –, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários exigiu a atualização do preço da oferta pública: “A ofertante, ao acatar as exigências da SRE apresentou novo laudo de avaliação da CBC alterando o valor econômico da CBC em 3% ou 4% do valor da companhia. Logo em seguida, **o Governo do Estado do Rio Grande do Sul concedeu incentivo fiscal para a fabricação de produtos elaborados pela CBC, o que poderia trazer impacto positivo no faturamento da companhia, sendo realizada nova atualização do laudo de avaliação, o que alterou, para maior, o preço de aquisição das ações objeto da OPA.** Ao fim a OPA para cancelamento do registro foi registrada em 25/09/07, com a elevação do preço por ação de R\$24,08 para R\$35,36”.

17. Diante do exposto, os ora recorrentes entendem ser necessário que se determine a atualização do laudo elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A., para que considerem os eventos relevantes ocorridos após a data base, “sob pena da declaração de justiça do preço ser falsa, ou correr risco substancial de ser falsa” (Processo CVM RJ2010/14197, Reg. Col. nº 7252/2010, Dir. Rel. Eli Loria).

HOUE EVENTO RELEVANTE ENTRE A DATA-BASE E A DATA DO LAUDO: APLICAÇÃO DO PRECEDENTE “DIXIE TOGA”

18. Como se isso não bastasse, no caso ocorreu evento relevantíssimo entre a data-base do laudo (30 de março de 2012) e a data de emissão do laudo (25 de maio de 2012), que altera sensivelmente o valor da Companhia. Tal evento relevante foi simplesmente desconsiderado no laudo de avaliação.

19. De fato, em 8 de maio de 2012, a NET publicou Fato Relevante anunciando o pagamento extraordinário integral de debêntures da 6ª emissão (ao custo de CDI + 1,6%, de acordo com o Formulário de Referência de 2011) e a contratação de mútuo junto à América Móvil (ao custo de CDI + 1,08%, de acordo com o mesmo Fato Relevante). Esse evento relevante ocorrido entre a data-base do laudo (30 de março de 2012) e a data de emissão do laudo (25 de maio de 2012) representa considerável redução no custo da dívida e gera benefícios inegáveis para a Companhia – aumentando, portanto, o valor das ações –, em especial porque se trata da redução do custo de 28,2% do endividamento total da Companhia no 1º trimestre de 2012.

20. Deve-se aplicar, nesse ponto, o precedente “Dixie Toga” (Processo CVM nº RJ 2010/14197, Reg. Col. 7252/2010), em que o Colegiado da CVM entendeu que “eventos ocorridos entre a data base utilizada pelo avaliador e a data do laudo e que afetem os negócios sociais devem ser considerados pelo mesmo, não implicando uma intromissão da CVM quando aos aspectos materiais do laudo” – a exigir, no presente caso, a atualização do laudo elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A.

GRAVES ERROS DE CÁLCULO

21. Por outro lado, o Banco BTG Pactual S.A. cometeu os seguintes **graves erros de cálculo** na elaboração do laudo de avaliação, que exigem a sua atualização:

(i) de acordo com a nota de rodapé (1) da página 40 do laudo de avaliação, a Taxa Livre de Risco utilizada no cálculo do WACC foi baseada na média dos últimos três anos do título do tesouro americano de 10 anos (Fonte: Bloomberg em 25 de maio de 2012 – www.bloomberg.com). No entanto, a média para o período de três anos entre 25 de maio de 2009 e 25 de maio de 2012, de acordo com o próprio Bloomberg, é 2,95%, e não os 3,06% utilizados no laudo;

	Laudo BTG	Média 3 anos Bloomberg	Diferença
Treasury US10Y	3,06%	2,95%	-0,11%

(ii) de acordo com a nota de rodapé (3) da página 40 do laudo de avaliação, o Prêmio de Risco-País utilizado no cálculo do WACC foi baseado na média dos últimos três anos do título do EMBI+ Brasil (Fonte: IPEA Data em 25 de maio de 2012 – www.ipeadata.gov.br). No entanto, a média para o período de três anos entre 25 de maio de 2009 e 25 de maio de 2012, de acordo com o próprio site www.ipeadata.gov.br, é 2,07%, e não os 2,45% utilizados no laudo;

	Laudo BTG	Média 3 anos IpeaData	Diferença
EMBI+ Risco-Brasil	2,45%	2,07%	-0,38%

(iii) de acordo com a nota de rodapé única da página 30 do laudo de avaliação, a expectativa de Taxa de Câmbio (R\$/US\$) para 2012 e 2013 utilizada como premissa macroeconômica para o Fluxo de Caixa Descontado foi baseada no Relatório Focus do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br). No entanto, a expectativa de mercado para a Taxa de Câmbio (R\$/US\$), de acordo com o próprio Relatório Focus em 30 de março de 2012 e 25 de maio de 2012, diverge completamente da utilizada no laudo. Ademais, foi empregada a Taxa de Câmbio de 31 de março de 2012 para a conversão do Valor da Firma de US\$ para R\$, de acordo com a nota de rodapé (5) da página 36 do laudo de avaliação, ao passo que a data do laudo é 25 de maio de 2012, razão pela qual devia ter sido empregada a Taxa de Câmbio desta última data.

Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		2012	2013
Laudo BTG	Final do Período	1,95	1,98
	Média	1,92	1,97
Boletim Focus (30/março/2012)	Final do Período	1,77	1,80
	Média	1,77	1,78
Diferença	Final do Período	-9,23%	-9,09%
	Média	-7,81%	-9,64%

Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		2012	2013
Laudo BTG	Final do Período	1,95	1,98
	Média	1,92	1,97
Boletim Focus (25/maio/2012)	Final do Período	1,90	1,85
	Média	1,87	1,84
Diferença	Final do Período	-2,56%	-6,57%
	Média	-2,60%	-6,60%

22. Ora, de acordo com o Anexo III, Disposições Preliminares, item I, da Instrução CVM nº 361/02, “as informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, **precisas**, atuais, claras e objetivas”.

23. Daí a necessidade de atualização do laudo: as informações utilizadas nos cálculos para apuração do preço das ações da Companhia **são incorretas e imprecisas**.

A COMPANHIA ESTÁ PASSANDO POR REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA QUE MUDA SUBSTANCIALMENTE O SEU VALOR

24. Além disso, a Companhia incorporará no próximo dia 30 a GB Empreendimentos e Participações S.A. No Fato Relevante de 13 de agosto, a NET afirma que essa operação melhorará seu fluxo de caixa e alterará o valor justo da Companhia. Diz o item 2.2 do Fato Relevante:

“2.2. A Operação permitirá ainda uma melhoria no fluxo de caixa da NET, em razão do benefício fiscal gerado pela amortização do ágio registrado no investimento que a GB possui na NET. Estima-se que o montante do benefício fiscal da NET resultante da amortização do ágio seja da ordem de R\$ 975.000.000,00, cujo aproveitamento fiscal poderá ser feito nas condições previstas na legislação tributária em vigor”.

25. Tal incorporação configura alteração significativa após a data de avaliação, ensejando a incidência do disposto no art. 8º, § 9º, da Instrução CVM nº 361/02.

A QUESTÃO DA SUPOSTA “DEMORA”

26. O fato de os recorrentes terem exercido o seu direito (regular e legítimo) de questionar sobre a necessidade de aplicação, ao caso, das regras da OPA por aumento de participação (à luz do disposto no art. 26, § 6º, da Instrução CVM 361/02) em nada pode prejudicá-los. Aquele que exerce de forma regular e legítima um direito não pode sofrer prejuízos ou ser punido.

27. No caso, tanto o exercício do direito dos recorrentes era regular e legítimo que o Colegiado da CVM discordou em vários pontos da decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e, no parágrafo 13 da decisão, **reconheceu a importância e o ineditismo da questão** debatida.

28. Disso decorre que não pode prevalecer o entendimento da decisão recorrida no sentido de que “a oferta em referência contou com diferentes pleitos formulados por acionistas destinatários tanto no presente Processo de Interposição de Recurso como no Processo nº RJ-2012-8580, que tratou de reclamação em relação à OPA Unificada, demandando dessa forma considerável tempo de análise por parte da CVM, algo que independeu da vontade da ofertante”.

29. O considerável tempo exigido da CVM para análise do recurso anteriormente interposto não se deve a fatos imputáveis aos recorrentes, mas à própria estrutura dessa autarquia – o que evidentemente não pode prejudicar os interesses dos acionistas minoritários, que de forma regular e legítima pediram a proteção da CVM. Como bem lembra a Dir. Luciana Dias (sic), “a CVM foi criada, dentre outros motivos, para proteger os titulares de valores mobiliários contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas e, portanto, **a CVM pode e deve ser acionada por investidores** inconformados como no caso sob análise” (Processo CVM nº RJ 2010/14197, Reg. Col. 7252/2010).

30. E não é preciso dizer que a demora da CVM na análise do recurso não pode resultar no **enriquecimento sem causa** das ofertantes à custa dos minoritários. Se as ações da NET hoje valem mais em razão das alterações das condições macroeconômicas e dos erros de cálculo cometidos pelo avaliador, não podem os minoritários ser privados de seus bens por valor manifestamente desatualizado e, portanto, injusto.

31. A prevalecer o entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, seria possível o registro de uma oferta pública com laudo de avaliação produzido há mais de 5 ou 10 anos apenas porque a CVM demorou para julgar a questão – o que, com a devida vênia, não faz sentido algum.

32. A demora se deu também em razão de as ofertantes terem desistido, no curso do processo, da OPA para cancelamento de registro da NET para tentar impedir os minoritários de pedir a revisão do preço ofertado (art. 4º-A da Lei nº 6.404/76). Foi esse ato extremamente malicioso das ofertantes que acabou suscitando todos os incidentes julgados pelo Colegiado da CVM.

33. A NET já não é a mesma companhia do início de 2012. A demora da CVM em analisar o pedido dos minoritários não pode prejudicá-los nem privá-los do valor justo de suas ações. A CVM não pode autorizar que as ofertantes se enriqueçam sem causa à custa dos minoritários.

DA NECESSIDADE DE ATRIBUIÇÃO DE EFEITO SUSPENSIVO AO PRESENTE RECURSO

34. A prevalecer, de imediato, a decisão recorrida, as ofertantes poderão publicar a qualquer momento o edital e consumir a oferta pública de aquisição das ações de emissão da NET, antes mesmo que o Colegiado decida sobre a necessidade de atualização do laudo de avaliação.

35. Uma vez publicado o edital, o leilão da oferta pública será realizado em curto espaço de tempo, muito provavelmente antes do final julgamento deste recurso, de modo que a inevitável demora na tramitação do feito demonstra o “justo receio” dos recorrentes “de prejuízo de difícil ou incerta reparação decorrente da execução da decisão”, a ensejar a urgente atribuição de efeito suspensivo ao recurso, **nos termos do inciso V da Deliberação CVM nº 463/03**.

36. O receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação é evidente: depois de consumada a oferta pública, não será possível aos minoritários da NET pleitear a atualização do laudo de avaliação.

37. Além disso, não se haverá de consumir o fato (ou seja, realizar-se o leilão) antes da indispensável manifestação do Colegiado da CVM sobre a questão, de suma importância não apenas para os acionistas da NET, como também para as próximas operações a ser realizadas no mercado.

38. Se a Deliberação CVM nº 463/03 dá à parte o direito de recorrer ao Colegiado da decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, obviamente o pedido de revisão há de ser apreciado antes de concluído o leilão da oferta pública, a fim de que tenha utilidade prática.

39. Assim, os recorrentes pedem a atribuição de efeito suspensivo ao presente recurso, a fim de que não seja deferido o registro da

oferta pública de aquisição das ações de emissão da NET até o julgamento do feito pelo Colegiado.

40. CONCLUSÃO

41. Diante da significativa alteração no valor da Companhia após a data da avaliação (25 de maio de 2012); tendo em vista a ocorrência de evento relevantíssimo entre a data-base do laudo (30 de março de 2012) e a data de emissão do laudo (25 de maio de 2012), que altera sensivelmente o valor da NET e não foi levado em conta no laudo; considerando que o trabalho do Banco BTG Pactual foi elaborado há quase um ano e meio; e à luz dos graves erros de cálculo cometidos pelo avaliador; mostra-se imprescindível a atualização do laudo de avaliação, consoante o disposto no art. 8º, § 9º, da Instrução CVM nº 361/02:

“Art. 8º (...)

§9º. A CVM poderá exigir, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, que o ofertante:

I - informe se o valor da companhia objeto **sofreu alterações significativas** após a data da avaliação; e

II - e em caso afirmativo, solicite ao avaliador que atualize o valor da companhia objeto que consta do laudo de avaliação”.

42. Assim, faz-se necessário que se determine, nos termos do art. 8º, § 9º, I e II, da Instrução CVM nº 361/02, a atualização do laudo de avaliação da NET, elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. para fins de realização da OPA para saída do Nível 2 da BM&FBOVESPA.

43. Não se pretende aqui alterar as premissas adotadas pelo avaliador, mas tão somente **atualizar** o valor da Companhia segundo os mesmos parâmetros do laudo, mas à luz das atuais condições macroeconômicas, levando-se em conta o evento relevantíssimo ocorrido entre a data-base do laudo (30 de março de 2012) e a data de emissão do laudo (25 de maio de 2012) e corrigindo-se os graves erros de cálculo cometidos pelo avaliador, a fim de que as ofertantes não se enriqueçam sem causa à custa dos acionistas minoritários.”

III. Alegações das Ofertantes

3.1 Seguem as alegações apresentadas pelas Ofertantes no expediente protocolado em 11/9/2013, com os grifos originais:

“I – ATIVISMO SOCIETÁRIO MALICIOSO DOS RECORRENTES

1. A análise do presente Recurso e, bem assim, da própria atuação dos Recorrentes neste episódio do lançamento da oferta pública da NET Serviços de Comunicação S.A. (respectivamente, “NET” ou “Companhia” e “OPA da NET”) traz a tona uma discussão muito atual no meio jurídico, não apenas no Brasil, mas também em outras jurisdições como os Estados Unidos da América: quais são os limites da atuação dos acionistas minoritários em relação aos fatos e eventos envolvendo as companhias abertas como um todo.

2. Estudos muito interessantes, desenvolvidos principalmente na jurisdição americana, têm demonstrado o enorme dano que a busca desmedida de vantagens próprias por acionistas minoritários apenas preocupados com seus interesses tem causado às companhias abertas e a seus demais acionistas. Não é por outra razão que a atuação de acionistas nesta condição tem sido muito condenada e, em alguns casos, objeto de discussões sobre a obrigação de os mesmos indenizarem as companhias e seus demais acionistas pelas perdas geradas mercê de sua atuação em excesso de direito.

3. Outra não é a realidade neste caso: um grupo de acionistas minoritários, vislumbrando uma possibilidade de obtenção de lucro rápido e fácil, decidiu adquirir ações da NET ao preço próximo do valor da oferta anunciada pela EMBRAPAR (note-se que, conforme já informado a essa Autarquia, uma boa parte das ações desse grupo de acionistas foi adquirida após o anúncio da oferta pública) na expectativa de revendê-las a um preço muito mais alto, aproveitando-se de uma interpretação por eles desenvolvida das regras editadas por essa Autarquia para a regulação dos procedimentos de ofertas públicas. Para tanto, tentaram de todas as formas convencer a esta Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) de que a oferta pública deveria seguir o rito de oferta por aumento de participação, com o que poderiam obter um novo laudo de avaliação preparado por instituição financeira de sua exclusiva escolha.

4. Baldados em seus esforços graças à precisa decisão dessa Autarquia no Processo CVM RJ-8580, a qual reconheceu não tratar-se de oferta pública sujeita aos procedimentos de uma OPA por aumento de participação, voltam os mesmos acionistas à CVM para, por uma via transversa, tentar obter os mesmos objetivos do recurso já rejeitado, que é um aumento no preço da oferta pública já anunciado de forma a lhes assegurar o lucro oportunista almejado quando os mesmos adquiriram grande parte das ações da NET de que são titulares.

5. Para tanto, manipulam com extrema má fé as normas regulamentares aplicáveis e aproveitam-se da ausência de precedentes em questões semelhantes, sempre com o reprovável intuito de se locupletar, a qualquer preço, daquelas circunstâncias e revender as suas ações com lucros volumosos.

6. Todavia, a EMBRAPAR demonstrará à exaustão nesta manifestação que não procede o pleito dos Recorrentes. Ao contrário, restará demonstrado que a ação dos Recorrentes evidencia uma típica ação de ativismo societário nefasto e contrário aos interesses da NET e de seus demais acionistas minoritários os quais, em virtude das ações protelatórias dos Recorrentes, estão privados de obter liquidez em relação às ações de que são titulares.

II – OBJETO DO RECURSO

7. Trata-se de Recurso contra decisão da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários desta CVM (“SRE”) que julgou improcedente a Reclamação objeto do Processo CVM RJ 2012-14764.

8. Referida reclamação objetivava, em resumo, que a CVM determinasse a atualização do laudo de avaliação elaborado pelo Banco BTG Pactual para fins da OPA da NET, em razão do decurso de tempo desde a sua elaboração, e de eventuais erros constantes do documento.

9. Em decisão datada de 14 de agosto de 2013, a SRE decidiu pela improcedência desta Reclamação, uma vez que: (a) os Recorrentes não apresentaram elementos que comprovassem alterações significativas nas projeções elaboradas pelo avaliador; e (b) todas as matérias relacionadas à OPA da NET já foram discutidas à exaustão pela CVM.

10. Como bem indicou a SRE em sua decisão, a irrisignação dos Recorrentes com a OPA da NET já foi submetida ao crivo desta CVM em uma série de reclamações que, a despeito de levantar os mais variados e quiméricos fundamentos, sempre tiveram desfecho desfavorável aos reclamantes na SRE, na SEP, e até no Colegiado desta Autarquia.

11. Nesta linha, é certo que no âmbito dos Processos CVM 2012/8580, 2012/9278, 2012/14764 e 2012/6422 já se debateu, apenas a título exemplificativo: (a) se a OPA para saída do Nível 2 deveria seguir os trâmites de uma OPA para Cancelamento de Registro; (b) se a OPA da NET deveria seguir o rito de uma OPA por aumento de participação; (c) se o Estatuto Social da NET foi alterado com o intuito de prejudicar os direitos de seus acionistas minoritários; e (d) se o laudo do Banco BTG Pactual apresentava erros em sua elaboração.

12. Em comum a todas estas reclamações encontrava-se o interesse dos ora Recorrentes de, ao arrepio da legislação e regulamentação em vigor, valer-se desta CVM como instrumento de pressão ilegítima contra a EMBRAPAR, buscando lucro oportunista, injusto e sem causa.

13. Mais do que isto, porém, da atuação dos Recorrentes em todas as reclamações acima elencadas – e, inclusive do presente Processo – verifica-se seu extremo e absoluto desprezo para com os efeitos nocivos que sua abusiva atuação tem gerado para os demais acionistas minoritários da Companhia, que vêm sendo impedidos de exercer direito legítimo, conferido por lei, pela Instrução CVM 361/02, pelo Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, e pelo Estatuto Social da Companhia, de alienar suas ações em uma oferta pública por alienação de controle da NET e para saída da Companhia do Nível 2, pelo maior valor entre o econômico e aquele pago ao antigo controlador da NET.

14. Não satisfeitos em ter causado o atraso no lançamento da OPA da NET em mais de um ano, os ora Recorrentes optaram por apresentar uma derradeira Reclamação à CVM que, na falta de quaisquer premissas razoáveis, apresenta um misto de: (a) reciclagem de imputações já realizadas, respondidas e decididas por esta Autarquia – os supostos erros no laudo de avaliação elaborado pelo Banco BTG Pactual e a alegada descon sideração de eventos ocorridos entre a data-base e data de emissão do laudo; e (b) um criativo argumento de que o laudo deve ser atualizado em razão do decurso do tempo – causado, ressalte-se, pela própria atuação abusiva dos Recorrentes – mesmo na ausência de qualquer indício de alteração significativa no valor da Companhia.

15. Tendo sido a Reclamação corretamente arquivada pela SRE, os Recorrentes apresentaram o presente Recurso, que nada mais representa do que o mais recente – e, espera-se, último – subterfúgio para impedir o lançamento da OPA da NET.

III – BREVE RESUMO DOS FATOS E DA DEMANDA

16. Em 05 de março de 2012, a EMBRAPAR adquiriu o controle acionário indireto da NET, anteriormente detido pela Globo Comunicação e Participações S.A. Em razão da aquisição do controle da Companhia, tornou-se imperativo o lançamento de uma oferta pública por alienação de controle, nos termos da legislação e regulamentação em vigor.

17. Adicionalmente, em função das seguidas manifestações da BM&FBOVESPA no sentido de que a NET estaria descumprindo as normas do Regulamento do Nível 2 que tratam do percentual mínimo de ações que devem ser mantidas em circulação, chegou-se a conclusão que a melhor alternativa para a resolução definitiva da questão seria a realização de uma OPA que possibilitasse a saída da NET deste segmento diferenciado de governança corporativa.

18. Assim, considerando: (a) a necessidade de realização das OPAs por alienação de controle e para saída do Nível 2; e (b) o interesse em se promover o fechamento de capital da NET, tendo em vista os altos custos para sua manutenção como companhia aberta, aliado a ausência de planos de a NET buscar recursos no mercado de capitais brasileiro, decidiu-se pelo lançamento de uma OPA unificada, contemplado as três ofertas acima mencionadas.

19. Em 05 de abril de 2012 foi realizada uma Assembleia Geral Extraordinária da NET que aprovou, dentre outras matérias: (a) o cancelamento de registro de companhia aberta da NET e a saída da Companhia do Nível 2, sujeito, respectivamente, ao resultado e à realização da OPA da NET; e (b) a escolha do Banco BTG Pactual S.A. para elaborar o laudo de avaliação do valor econômico das ações de emissão da NET, tendo sido esta escolha realizada pela unanimidade de votos dos acionistas minoritários presentes à assembleia (inclusive os ora Recorrentes).

20. Tendo em vista que as normas que tratam da oferta pública para cancelamento de registro determinam a possibilidade de solicitação de segunda avaliação por parte dos acionistas minoritários, a EMBRAPAR informou ao mercado que, no caso de solicitação de nova avaliação, poderia desistir da oferta pública para fechamento do capital da NET.

21. Face ao pedido de nova avaliação realizado pelos acionistas minoritários em 19 de junho de 2012, a EMBRAPAR decidiu desistir da OPA para cancelamento de registro da NET, conforme Fato Relevante divulgado ao mercado em 05 de julho de 2012, e petição protocolada nesta CVM em 19 de julho de 2012, mantendo a OPA por alienação de controle e para descontinuidade das práticas diferenciadas de governança corporativa do Nível 2.

22. Em que pese ter a EMBRAPAR envidado seus melhores esforços para lançar a OPA da NET no menor prazo possível, os ora Recorrentes optaram, infelizmente, por atrasar e tumultuar o processo, protocolando uma série de reclamações despropositadas que vieram a ser arquivadas por esta Autarquia em sua totalidade.

23. Destaque-se aqui que, no âmbito de tais reclamações, já foi objeto de análise por esta CVM não apenas a natureza da OPA da NET e os procedimentos a ela aplicáveis; mas, inclusive, as principais imputações de erros e incorreções no laudo elaborado pelo Banco BTG Pactual.

24. Apenas a título exemplificativo, e como evidência da atitude maliciosa dos Recorrentes, sua principal alegação – de que o Banco BTG Pactual não teria considerado a mudança do custo da dívida da NET, conforme Fato Relevante divulgado de 08 de maio de 2012, ou seja, antes da emissão do laudo – nada mais é do que uma mera reciclagem de alegação feita pelos próprios Recorrentes no âmbito do Processo CVM RJ 8580, conforme abaixo se transcreve:

“Além disso, o laudo assume como custo da 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 09 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.”

25. Ora, tal alegação já foi rechaçada pelo próprio Banco BTG Pactual, de forma satisfatória para a SRE, que arquivou o processo, e para o Colegiado, que indeferiu o respectivo recurso.

26. Já no que se refere à suposta necessidade de atualização do laudo em razão do decurso de tempo desde sua emissão, os Recorrentes – na falta de qualquer base legal para seu pleito – propositadamente confundem conceitos, alegam mudanças macroeconômicas que são absolutamente usuais e corriqueiras e, em um esforço para, por via indireta, atingir o que na realidade sempre buscaram (a realização de uma nova avaliação das ações utilizando-se parâmetros e critérios por eles estipulados), chegam a apresentar um exercício de avaliação que não apenas é claramente tendencioso, mas também simplista – por considerar que uma reavaliação pode ser realizada modificando-se apenas dois ou três parâmetros que lhes interessam, e mantendo-se inalteradas as premissas operacionais da Companhia da época do laudo original.

27. Verifica-se assim, de forma evidente, que a presente reclamação nada mais é do que um recurso com nítido caráter oportunista, uma derradeira tentativa de se prejudicar o lançamento da OPA da NET, mesmo na ausência de qualquer fundamento legal para tanto, para se buscar aquilo que os Recorrentes não tem direito.

28. Por esta razão foi o Processo CVM RJ 2012-14764 corretamente arquivado pela SRE. Pelo mesmo motivo, não merece acolhida o presente Recurso, como se passa a demonstrar.

IV – DA INEXISTÊNCIA DE RAZÃO PARA SE ATUALIZAR O LAUDO

A) Ausência de indício de alteração significativa no valor da Companhia

29. A premissa inicial do Recurso é, em apertada síntese, que o laudo de avaliação deve ser atualizado em razão do decurso de tempo a partir de sua emissão. Tal assertiva baseia-se, alegadamente, no artigo 8º, §9º, da Instrução CVM 361/02, in verbis:

“§9º A CVM poderá exigir, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, que o ofertante:

I - informe se o valor da companhia objeto sofreu alterações **significativas** após a data da avaliação; e

II - em caso afirmativo, solicite ao avaliador que atualize o valor da companhia objeto que consta do laudo de avaliação.” (grifos nossos)

30. De início, é importante notar que o dispositivo em questão não dispõe de forma alguma que o laudo de avaliação deve ser atualizado em razão do mero transcurso de tempo entre sua emissão e a realização da OPA. Fosse este o caso, bastaria à CVM estabelecer um prazo máximo de validade para o laudo, o que inexistente na regulamentação em vigor.

31. O que a norma do artigo 8º, §9º, da Instrução CVM 361/02 objetiva é que o laudo possa ser atualizado para refletir alterações realmente **significativas** na situação da Companhia ocorridas após a sua emissão, como aquisições relevantes ou depreciação de grande magnitude em suas expectativas. Busca-se tutelar eventos análogos aos recentes casos de companhias brasileiras cujo valor decaiu de forma significativa em poucos meses.

32. Nesta linha, foi inteiramente correta a decisão da SRE que arquivou a Reclamação dos ora Recorrentes com o fundamento de que:

“o expediente protocolado não apresenta elementos para crer que houve alterações significativas nas projeções de fluxo de caixa elaborados pelo avaliador, nesse período em que o processo de registro da OPA encontra-se em análise na CVM, que suscitassem necessidade de solicitação de informações à ofertante sobre possível alteração significativa no valor da Companhia, conforme faculdade prevista pelo inciso I, §9º do art. 8º da Instrução CVM nº 361/02.”

33. Vale reiterar: não basta que tenha havido significativo decurso de tempo; para que se justifique a atuação da CVM no sentido de solicitar a atualização do laudo é necessário que haja indício de alterações **significativas** no valor da companhia, e não variações corriqueiras decorrentes de ajustes macroeconômicos que ocorrem hodiernamente entre a data de emissão do laudo de avaliação e a data de realização de qualquer OPA.

34. No que se refere a este último ponto, é importante notar que é uma decorrência natural da própria sistemática prevista pela Instrução 361/02 que os laudos de avaliação não consigam refletir fielmente o valor atualizado das companhias objeto de ofertas públicas, na data da efetiva realização da OPA.

35. Com efeito, em que pese ser incomum uma oferta pública ter um tempo de aprovação tão longo quanto a OPA da NET, é virtualmente impossível que qualquer OPA sujeita a registro seja lançada em menos de sessenta dias contados da data de emissão do respectivo laudo de avaliação, em função dos prazos para análise do pleito pela CVM, para publicação do Edital, e para realização do leilão.

36. Em verdade, não é raro localizar ofertas públicas que tiveram períodos de mais de seis meses decorridos entre a data de emissão do laudo de avaliação e a data do leilão da OPA.^[1]

37. É certo também que, em função de alterações muitas vezes bruscas da conjuntura econômica brasileira e mundial, muitas ofertas estiveram sujeitas a variações macroeconômicas muito mais expressivas entre a emissão do laudo de avaliação e a realização do leilão do que as que ocorreram a partir da data de emissão do laudo do Banco BTG Pactual. Senão vejamos.

38. Realizando-se uma pesquisa não exaustiva com OPAs para cancelamento de registro ou aumento de participação desde 2008 – incluindo ofertas unificadas que incluíram pelo menos uma destas finalidades –, e comparadas as variações entre: (a) de um lado, a data emissão do laudo e a data de realização do leilão de cada uma destas ofertas; e (b) de outro lado, as variações ocorridas entre a data de emissão do laudo do Banco BTG Pactual e 06 de setembro de 2013, nota-se que:

(a) nada menos do que 16 OPAs apresentaram decréscimo da Taxa DI diária, comparando-se esta taxa na data de emissão do laudo e na data marcada para realização do leilão, maior do que o decréscimo verificado no caso da OPA da NET, com destaque para as OPAs da Cia. de Seguros Minas Brasil e da Renner Participações S.A., que apresentaram queda pelo menos 38 vezes superior.^[2]

(b) nada menos do que 14 OPAs apresentaram variação negativa do IBOVESPA, comparando-se este índice na data de emissão do laudo e na data marcada para realização do leilão, maior do que a variação negativa verificada no caso da OPA da NET, com destaque para as OPAs da Petroflex Indústria e Comércio S.A., Semp Toshiba S.A., Petroquímica União S.A. e IronX Mineração S.A., que apresentaram variação negativa pelo menos 30 vezes superior.^[3]

(c) nada menos do que 6 OPAs apresentaram depreciação do Real, comparando-se a taxa de câmbio na data de emissão do laudo e na data marcada para realização do leilão, maior do que a depreciação verificada no caso da OPA da NET, com destaque para as OPAs da Petroquímica União S.A. e IronX Mineração S.A., que apresentaram depreciação do Real pelo menos 3 vezes superior.^[4] e

(d) nada menos do que 7 OPAs apresentaram no período entre a emissão do laudo e a data marcada para o leilão uma variação negativa no Risco País (EMBI Brasil – média 3 anos) maior do que a variação negativa verificada no caso OPA da NET, com destaque para as OPAs da TAM S.A., Ampla Investimentos e Serviços S.A., e Ampla Energia e Serviços S.A., que apresentaram variação negativa pelo menos 70% superior.^[5]

39. Cumpre ressaltar que várias das ofertas acima elencadas sequer continham previsão de correção do preço pela variação dos certificados de depósito interbancário (“CIDI”) ou outro índice que pudesse compensar os destinatários da OPA por eventual defasagem do preço, podendo-se citar, apenas para ficar nos casos mais recentes, as OPAs da Redentor Energia S.A., Ampla Investimentos e Serviços S.A., Marisol S.A. e Redecard S.A.

40. Ora, caso se entendesse que ajustes macroeconômicos da magnitude dos que ocorreram desde a data de emissão do laudo de avaliação do Banco BTG Pactual justificam a atuação da CVM em solicitar sua atualização, chegar-se-ia ao contrassenso de se considerar como regra geral aquilo que a própria Instrução 361/02 considera uma exceção. Esta Autarquia teria que requerer atualização dos laudos de quase todas as OPAs, além de se tornar passível de questionamentos por não ter solicitado atualização dos laudos de outras ofertas que estiveram sujeitas a variações econômicas ainda mais relevantes, como as acima indicadas.

41. Mais do que isto, porém, admitir que ajustes macroeconômicos corriqueiros demandam atualização do laudo de avaliação levaria ao colapso de toda sistemática de ofertas públicas, uma vez que, ainda que o laudo seja atualizado na data de registro de uma OPA, sempre ocorrerão mudanças macroeconômicas entre o registro e o leilão (período de pelo menos 30 dias), o que tornaria necessário – para se chegar ao efetivo valor econômico ou preço justo atualizado das ações – a realização de novas atualizações do laudo, em um processo de iteração infinito.

42. Por estas razões não se pode de forma alguma admitir que ajustes macroeconômicos ordinários como os que ocorreram desde a emissão do laudo do Banco BTG Pactual sejam suficientes para justificar a atuação da CVM em solicitar sua atualização. Ressalte-se uma vez mais que não se encontra em debate o mero decurso de tempo a partir da elaboração do laudo, já que, de acordo com a própria Instrução CVM 361/02, apenas se justifica que a CVM solicite a atualização do laudo em face de indícios de variação significativa no valor da companhia.

43. Ultrapassada a questão dos ajustes macroeconômicos, verifica-se que também não sobrevivem a uma análise um pouco mais detida os outros indícios que, no entender dos Recorrentes, demonstram ter havido alteração relevante no valor das ações da NET. Refere-se aqui: (a) à variação do custo de dívida da NET; e (b) à incorporação, pela Companhia, de sua antiga controladora, a GB Empreendimentos e Participações S.A. (“GB”).

44. No tocante ao primeiro ponto, trata-se de uma alegação maliciosa dos Recorrentes já que, como acima se demonstrou: (a) a mudança no custo da dívida da NET ocorreu antes da emissão do laudo de avaliação – logo não poderia em hipótese alguma ser entendida como uma modificação superveniente que alterou o valor da Companhia; e (b) os impactos da mudança do custo da dívida da NET já foram aventados pelos Recorrentes e discutidos exaustivamente no âmbito do Processo CVM 8580, que foi arquivado por esta SRE e, após mais um recurso dos ora Recorrentes, também arquivado pelo Colegiado desta CVM.

45. Já a impertinência da incorporação da GB pela Companhia se percebe, já de início, pela absoluta irrelevância a ela conferida no recurso dos Recorrentes, que trata do tema em singelos 2 parágrafos de uma petição que contém 42. A razão para isso é simples: conforme consta do Protocolo de incorporação, o benefício fiscal decorrente da incorporação da GB será capitalizado em benefício exclusivo dos acionistas controladores da Companhia. É certo assim que, sendo a emissão de ações resultante da capitalização do benefício fiscal realizada com base no valor econômico da NET, esta reorganização não deve gerar alteração significativa no valor de suas ações.

46. Por fim, e apenas para constar, os ora Recorrentes terminam sua argumentação questionando que, a prevalecer o entendimento da SRE, “seria possível o registro de uma oferta pública com laudo de avaliação produzido há mais de 5 ou 10 anos”. Trata-se de mais um argumento sofisticado, posto que, para que o cenário colocado pelos Recorrentes fosse factível, seria necessária uma morosidade que não é peculiar a esta Autarquia e que, ressalte-se, jamais ocorreu.

47. Dessa forma, tendo em vista que não foi apresentado qualquer indício de que houve variação significativa no valor da NET, demonstra-se irretocável a decisão da SRE de indeferir o pleito dos Recorrentes.

B) Correção pelo CDI e Ausência de Defasagem do Laudo

48. Um segundo ponto que merece destaque, mas que foi integralmente omitido no Recurso, é que o preço da OPA não se encontra defasado, já que o mesmo vem sendo corrigido pela variação do CDI desde a sua divulgação.

49. Com efeito, em que pese: (a) inexistir norma que determine a atualização do preço da OPA da NET – uma vez que o preço da oferta é o seu valor econômico (conforme normas aplicáveis à OPA para saída do Nível 2), por ser este substancialmente superior ao valor pago pelas ações do bloco de controle da Companhia; e (b) ser bastante usual a realização de OPAs sem previsão de correção do preço, a EMBRAPAR optou por estabelecer que o preço de aquisição seria corrigido pela variação do CDI, como forma de compensar os acionistas minoritários da Companhia por eventual demora no lançamento da oferta.

50. Por esta razão, em nada se justifica a sinuosa colocação dos Recorrentes de que estariam as ofertantes buscando obter enriquecimento sem causa à custa dos minoritários. Pelo contrário, a correção do preço da OPA da NET pela variação do CDI não apenas demonstra a postura de lealdade da EMBRAPAR, como representa relevante vantagem econômica para os destinatários da oferta.

51. Nesta linha, considerando-se o período entre a emissão do laudo e 09 de setembro de 2013, a correção pelo CDI representa um ganho de 7,45% sobre a taxa oficial de inflação (IPCA - Geral acumulado entre maio de 2012 e agosto de 2013), um ganho de 10,19% sobre a variação do IBOVESPA e um ganho de 18,55% sobre a média da variação das ações de maior liquidez de companhias que integram o mesmo segmento que a NET (considerando-se, para este fim, TIM, Vivo e Oi).^[6]

52. Não bastasse isso, a aptidão do CDI para servir de método para atualização do valor econômico das ações da NET se verifica pelo fato de que, quando corrigido pelo CDI, o preço da OPA Voluntária da Companhia realizada em setembro de 2010 – referenciado com base em laudo de valor econômico datado de 05 de agosto de 2010 – fica dentro do intervalo de preço constante do laudo do Banco BTG Pactual, elaborado mais de um ano e meio depois.

53. Em verdade, pode-se afirmar que não se justifica a atuação da CVM para exigir a atualização do preço da OPA precisamente porque os ofertantes já inseriram, quando da divulgação da oferta, uma metodologia de correção que mais que compensa os destinatários da OPA pelo tempo decorrido até seu lançamento.

54. Ademais, é importante notar que, para fins de embasar seu parecer que deverá ser emitido com base no item 5.8 do Regulamento do Nível 2, o Conselho de Administração da NET aprovou, em reunião realizada em 15 de março de 2013, a contratação de uma assessoria independente para emissão de fairness opinion.

55. Referida opinião deverá ser emitida por um banco de reputação internacional, sem qualquer vinculação com a EMBRAPAR, e levará em conta as atuais condições macroeconômicas e financeiras da NET, ajudando a atestar que o preço da OPA, corrigido pela variação do CDI, é justo para aquisição das ações da Companhia.

56. Assim, tendo em vista que o preço da OPA já prevê uma correção que ao menos equilibra eventual defasagem que ocorreria em função da demora em seu lançamento (causado, ressalte-se, pelos próprios Recorrentes), verifica-se mais uma vez ter sido acertada a decisão da SRE no sentido de que não se justifica atuação desta CVM para solicitar a atualização do laudo que embasa o preço da oferta.

V – DA INEXISTÊNCIA DE ERROS E INCORREÇÕES NO LAUDO

57. O segundo grupo de alegações falaciosas contidas no Recurso diz respeito a supostos erros e incorreções constantes do laudo de avaliação, incluindo a não consideração de eventos relevantes ocorridos entre a data-base e a data de emissão do laudo e até erros de cálculo.

58. Preliminarmente, é importante notar que já foi realizado amplo contraditório sobre o laudo de avaliação nos autos do Processo CVM RJ 8580. No âmbito de tal reclamação, a EMBRAPAR apresentou manifestação do Banco BTG Pactual contendo todos os esclarecimentos necessários – incluindo sobre alguns dos pontos que foram reciclados para reapresentação pelos Recorrentes neste Recurso –, e tanto a reclamação original quanto o recurso ao Colegiado foram indeferidos.

59. Além disso, cumpre destacar que a via escolhida pelos Recorrentes para questionar novamente supostas incorreções no laudo de avaliação – um pedido de atualização – se afigura imprópria e descabida. Não é difícil perceber que os Recorrentes tentam se valer deste Recurso para, ao arrepio das normas constantes da Deliberação CVM 463, de 25 de julho de 2003, reabrir uma discussão que já foi plenamente exaurida, inclusive tendo sido o processo em questão levado ao Colegiado desta Autarquia.

60. De todo modo, visando manter sua postura de absoluta transparência, a EMBRAPAR solicitou esclarecimentos ao Banco BTG Pactual, que encaminhou uma nova correspondência que responde, de forma pormenorizada, a todos os questionamentos dos Recorrentes (o teor da referida correspondência encontra-se descrito na presente Seção, ao final do arrazoado das Ofertantes). Conforme se nota deste documento, não há qualquer erro no laudo de avaliação que justifique reparo em suas conclusões.

61. Adicionalmente, de modo a endereçar plenamente os questionamentos dos Recorrentes e eliminar eventuais ambiguidades, o Banco BTG Pactual alterou a redação de alguns poucos trechos de seu Laudo de Avaliação, (...), que será oportunamente apresentado nos autos do processo de registro da OPA da NET.

62. Com a simples leitura da manifestação do Banco BTG Pactual, os fatos são devidamente colocados e, com isso, demonstra-se cabalmente que, também com relação ao laudo de avaliação, são totalmente improcedentes as afirmações constantes do Recurso.

VI – DOS PREJUÍZOS DECORRENTES DO ATRASO NO LANÇAMENTO DA OFERTA

63. Conforme restou evidenciado de todas as Reclamações já realizadas com relação à OPA da NET nesta CVM, a postura da EMBRAPAR no âmbito da presente oferta tem sido inteiramente correta e idônea.

64. Com efeito, em que pese ser fato que o registro da OPA da NET tem sido bastante demorado, é inquestionável que a EMBRAPAR em nada contribuiu com o atraso em seu lançamento.

65. Nesse sentido, é certo que a EMBRAPAR protocolou o pedido de registro da OPA tão logo se tornou possível, e respondeu tempestivamente, com a maior brevidade, a todos os questionamentos e exigências realizados por esta Autarquia, conforme reconhecido na própria decisão da SRE que manifesta expressamente que a demora para o lançamento da oferta “independeu da vontade da ofertante”.

66. Também não pode haver dúvida que todo o atraso no lançamento da oferta decorreu da conduta abusiva dos Recorrentes, consubstanciada pela massiva quantidade de reclamações aventureiras por estes promovidas, e do respectivo tempo de análise destes processos por esta Autarquia, em especial no que se refere ao Recurso contra a decisão proferida nos autos da Reclamação CVM RJ 8580.

67. Não obstante, a EMBRAPAR vem sofrendo com os impactos negativos da demora em se lançar a OPA da NET. Dentre tais impactos, destacam-se: (a) os prejuízos a sua imagem por não ter até agora sido autorizada a realizar uma oferta pública obrigatória e decorrente de lei; e (b) o pesado custo de corrigir o valor da oferta pela variação do CDI.

68. Caso esta CVM acolha o pleito dos Recorrentes, o que se admite apenas a título de argumentação, a EMBRAPAR poderá ser ver obrigada a arcar ainda com o custo de atualização do laudo. Ademais, como o lançamento da oferta seria atrasado uma vez mais – pelo tempo necessário para atualização do laudo, e, possivelmente, por novos contraditórios que deverão ser instaurados pelos Recorrentes – serão ainda mais agravados os já vultosos prejuízos que a EMBRAPAR tem sofrido em razão da morosidade deste processo.

69. E isto, reitera-se, mesmo já tendo esta Autarquia manifestado expressamente que o atraso no registro da OPA da NET não foi causado pela ofertante.

70. Como se não bastasse isso, o atraso no lançamento da OPA da NET também agravará os severos prejuízos já causados aos demais acionistas minoritários da Companhia, uma vez que, em razão da abusiva atuação dos Recorrentes, permanecerão eles tolhidos de seu direito legítimo de alienar suas ações em uma oferta pública por alienação de controle da NET e para saída da Companhia do Nível 2.

71. É inegável que, na análise de toda a documentação e de todas as reclamações relacionadas à OPA da NET, esta CVM agiu com o máximo cuidado e diligência para preservar os direitos das partes envolvidas, de acordo com seu mandato legal.

72. No entanto, acolher um recurso como o presente, que possui caráter nitidamente protelatório, apenas causará prejuízos à EMBRAPAR e aos demais acionistas minoritários da NET, posto que estenderá, de forma indefinida, o prazo para lançamento da OPA da NET.

73. Neste contexto, a Embrapar discorda da afirmação dos Recorrentes de que estes não podem ser punidos pelo exercício “regular e legítimo” de seus direitos. O que se vê in casu, conforme já amplamente demonstrado, é o exercício abusivo e malicioso do direito de recurso pelos Recorrentes.

74. Também nesta linha foi absolutamente correta a decisão da SRE de arquivar a Reclamação e determinar que se dê sequência à OPA da NET. Para preservação dos direitos das partes, é essencial que este processo chegue a um fim da forma mais breve possível.

VII – DO PEDIDO

75. Em face do exposto, requer a EMBRAPAR que o presente Recurso seja indeferido, em razão da ausência de quaisquer elementos de fato ou de direito que sustentem as pretensões nele aduzidas.

76. Outrossim, a EMBRAPAR coloca-se à inteira disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais eventualmente necessários.”

seguintes termos:

"Discordamos da afirmação de que o evento citado nos questionamentos não foi considerado para fins da avaliação. Tal afirmação já havia sido objeto de questionamentos anteriormente efetuados por acionistas minoritários da Net e respondidos pelo BTG Pactual de forma fundamentada em correspondência enviada para V.Sas. no dia 07 de agosto de 2012, especificamente em resposta aos itens "30" e "37" de tal correspondência.

Conforme já esclarecido em questionamentos anteriormente efetuados por acionistas minoritários da Net e respondidos de forma fundamentada em correspondência enviada para V.Sas. no dia 07 de agosto de 2012, especificamente em resposta ao item "36" de tal correspondência, utilizamos como premissa para o cálculo da Taxa Livre de Risco e Prêmio de Risco-País uma média de longo prazo. Reiteramos nosso entendimento que essa é a forma adequada de estimar tais parâmetros, pelas mesmas razões descritas de forma detalhada na supramencionada correspondência de 07 de agosto de 2012.

Dito isso, e após análise dos questionamentos no item 21, subitens (i) e (ii), do Processo, reconhecemos que as notas de rodapé (1) e (3) da página 40 do Laudo devem ser alteradas para refletir de forma correta e precisa a premissa utilizada no cálculo das médias de longo prazo. Para o cálculo da Taxa Livre de Risco utilizamos um período equivalente a 3 x 360 dias (ou 1.080 dias) de negociação do título de 10 anos do governo americano. Para o cálculo da Taxa de Risco-País utilizamos o mesmo período que aquele estabelecido para o cálculo da Taxa Livre de Risco. Desta forma, os ajustes das notas de rodapé supramencionadas foram implementados na versão revisada do Laudo que segue anexa a esta correspondência para o fim exclusivo de retificar sua redação e desta forma refletir devidamente o período assumido para o cálculo das médias de longo prazo.

Com relação às premissas de taxas de câmbio, objeto de questionamentos no item 21, subitem (iii), do Processo, de forma geral discordamos dos argumentos apresentados pelos acionistas reclamantes. Não existe afirmação no Laudo de que as premissas para projeção de taxas de câmbio derivam da utilização automática, mecânica e exclusiva dos dados do Relatório Focus do Banco Central, e outras séries estatísticas dos bancos de dados obtidos no site do Banco Central (www.bcb.gov.br) também foram consultadas. O Relatório Focus foi apenas uma entre outras fontes de informação consultadas e utilizadas individualmente e/ou em conjunto para decisão de quais premissas macroeconômicas (e não somente taxas de câmbio, mas também outras variáveis como taxas de juros, inflação) eram apropriadas, razão pela qual a nota de rodapé da página 30 do Laudo propositalmente cita as fontes utilizadas de forma conjunta. Logo, a comparação apresentada pelos acionistas reclamantes não é apropriada no sentido de apontar um erro ou falha.

Já com relação à taxa de câmbio para conversão do valor presente dos fluxos de caixa ("Valor da Firma") de US\$ para R\$, tem-se que foi utilizada a taxa de câmbio da data do último balanço disponível para que houvesse consistência na comparação entre o Valor da Firma e os dados derivados de balanço, visto que para se chegar ao valor do Preço por Ação faz-se necessária utilização de ambas as informações em bases consistentes (ressaltando-se inclusive que na página 28 do Laudo existe a afirmação inequívoca de que os fluxos de caixa são trazidos a valor presente até a data de 31 de março de 2012).

Logo, a única alteração que consideramos necessária para endereçar os questionamentos apresentados no Item 21, subitem (iii), do Processo, seria especificamente na nota de rodapé da página 30 do Laudo, para tão somente deixar mais claro que além do Relatório Focus outros dados do site do Banco Central também foram utilizados na preparação das premissas macroeconômicas. Esta alteração também foi implementada na versão revisada do Laudo que segue anexa a esta carta."

IV. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

4.1 No presente caso, a apresentação do laudo de avaliação de NET é exigida por força do Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, tendo em vista que a OPA Unificada visa também à finalidade da saída da Companhia desse segmento, nos seguintes termos de seu item 11.2:

"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 (...)"

4.2 A apuração do Valor Econômico da Companhia, conforme consta da redação acima, deve seguir a forma prevista na Seção X do mesmo Regulamento, nos seguintes termos:

"10.1 (...) tal laudo deve ser elaborado por instituição ou empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da Companhia, seus Administradores e/ou Acionista Controlador, além de satisfazer os requisitos do § 1º do artigo 8º, da Lei das Sociedades por Ações, e conter a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo.

(...)

10.1.1 A escolha da instituição ou empresa especializada responsável pela determinação do Valor Econômico da Companhia é de competência privativa da assembleia geral, a partir da apresentação, pelo conselho de administração, de lista triplíce, devendo a respectiva deliberação, não se computando os votos em branco, e cabendo a cada ação, independentemente de espécie ou classe, o direito a um voto, ser tomada pela maioria dos votos dos acionistas representantes das Ações em Circulação presentes naquela assembleia, que se instalada em primeira convocação deverá contar com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 20% (vinte por cento) do total de Ações em Circulação, ou que se instalada em segunda convocação poderá contar com a presença de qualquer número de acionistas representantes das Ações em Circulação."

4.3 Entretanto, observamos que, mesmo se não houvesse no Regulamento do Nível 2 a previsão de elaboração de laudo de avaliação de companhia objeto de OPA para saída desse segmento de governança corporativa, o referido documento seria exigido por força da própria Instrução CVM 361, uma vez que se trata de oferta formulada pelo acionista controlador, em modalidade não excepcionalizada pelo disposto no inciso VI do art. 4º da referida norma, abaixo destacado:

"Art. 4º VI – sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA será instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle, ressalvado o disposto no art. 29, § 6º, II".

4.4 Cabe ressaltar, contudo, nosso entendimento de que à OPA Unificada de NET não se aplica o conceito de "preço justo" previsto no § 4º do art. 4º da LSA, e aplicável às OPA para cancelamento de registro e OPA por aumento de participação, tampouco a revisão de preço de que trata o art. 4º-A da LSA, conforme já se manifestou o Colegiado da CVM em decisão datada de 30/7/2013, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-14764, mencionada no

parágrafo 1.9 acima.

4.5 De toda forma, é claro o entendimento desta área técnica de que o laudo de avaliação de uma companhia objeto de OPA, ainda que não seja exigido por força de lei, norma ou qualquer contrato, caso venha a ser elaborado no âmbito de uma operação dessa natureza, deve seguir as formalidades previstas na Instrução CVM 361, o que inclui a necessidade de se observar os seguintes requisitos, constantes dos itens I e II do Anexo III da Instrução CVM 361:

"I – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas.

II – O laudo de avaliação da companhia objeto refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deverá ser constituído de uma análise fundamentada de valor, nos termos estabelecidos neste Anexo, não devendo a referida opinião ser entendida como recomendação do preço da oferta, o qual deve ser determinado pelo ofertante."

4.6 Conforme bem mencionaram os Recorrentes, a necessidade de que o laudo de avaliação observe os preceitos destacados acima já fora enfatizado pelo Colegiado da CVM, em decisão datada de 26/10/2010, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2010-14197, nos seguintes termos:

"RECURSO CONTRA DECISÃO DA SRE – REGISTRO DE OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA - LANX CAPITAL INVESTIMENTOS LTDA - PROC. RJ2010/14197

Reg. nº 7252/10

Relator: DEL

Trata-se de apreciação de recurso apresentado pela acionista LANX Capital Investimentos Ltda. ("Recorrente") contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE de conceder o registro à Oferta Pública de Aquisição de Ações - OPA para cancelamento de registro de companhia aberta de Dixie Toga S.A. ("Companhia") formulada por Dendron Participações Ltda. ("Ofertante"), no âmbito do Proc. RJ2010/8551.

(...)

Segundo o relato da SRE, o preço da OPA foi definido com base no critério do fluxo de caixa descontado, conforme laudo de avaliação datado de 13.05.2010, que foi elaborado com dados referentes à data-base de 31.12.2009. No entanto, o Recorrente alegou que o laudo em questão não preenche a finalidade prevista no § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76, de servir de base para o preço justo das ações da Companhia, uma vez que foi elaborado sem levar em consideração eventos relevantes ocorridos nos negócios da Companhia após a data-base e antes da data de sua elaboração. Argumentou que, nos termos do inciso III do § 3º do art. 8º da Instrução 361/02, o valor econômico da Companhia constante do laudo deve ser aquele apurado na própria data do laudo. Dessa maneira, ainda que esteja baseado em informações referentes a períodos anteriores à sua data de emissão, o laudo não pode desconsiderar o impacto econômico de fatos relevantes ocorridos até essa data.

(...)

O Relator Eli Loria apresentou voto destacando, inicialmente, que os precedentes mencionados pela SRE não guardam pertinência com o presente caso, pois, ao passo que naqueles se discutiu a possibilidade de dispensa do laudo, neste, discute-se as regras a que se submete o laudo de avaliação. Na sequência, o Relator destacou que o laudo de avaliação deve considerar todos os eventos relevantes ocorridos nos negócios da Companhia até a data de sua elaboração, uma vez que, nos termos do Anexo III, item I, da Instrução 361/02, as informações do laudo devem ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas. Ressaltou, adicionalmente, que o item II do referido Anexo é claro ao estabelecer o laudo de avaliação da companhia objeto refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração. Ressaltou, ainda, que tal entendimento não representa uma intromissão da CVM na avaliação do preço justo das ações, uma vez que, ao considerar os eventos relevantes posteriores à data-base, o avaliador pode concluir que tais fatos não alteram o valor da avaliação já estabelecido. Por todas essas razões, o Relator votou pelo deferimento do recurso e a consequente revogação da decisão da SRE que deferiu o registro da OPA.

Acompanhando o voto do Relator, o Colegiado deliberou o deferimento do recurso e a consequente revogação da decisão da SRE que deferiu o registro da OPA. Ainda nos termos do voto do Relator, o Colegiado determinou à SRE que exija da Ofertante que solicite ao avaliador a atualização do valor da companhia que consta do laudo de avaliação, considerando os fatos relatados no Edital ocorridos entre a data-base e a data de emissão do laudo." (grifos nossos)

4.7 Os Recorrentes bem observaram, ainda, a prática desta área técnica em exigir que as informações constantes dos laudos de avaliação de companhia objeto de OPA sejam "completas, precisas, atuais, claras e objetivas, conforme dispõe o inciso I do Anexo III da ICVM 361/02" (parágrafo 2.1 acima).

4.8 Referiam-se os Recorrentes ao Processo CVM nº RJ-2008-1594, no âmbito do qual o Colegiado da CVM, em reunião datada de 16/12/2008, rejeitou propostas de Termo de Compromisso encaminhadas pela DFV Participações S.A. e pelo Banco Fator S.A., pelos motivos expostos abaixo:

"APRECIAÇÃO DE PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO – PROC. RJ2008/1594 - BANCO FATOR S.A.

Reg. nº 6154/08

Relator: SGE

Trata-se de propostas de Termo de Compromisso encaminhadas pela DFV Participações S.A. e pelo Banco Fator S.A., previamente à instauração de Processo Administrativo Sancionador por parte desta Comissão, nos termos do §3º do art. 7º da Deliberação nº 390/01.

O presente processo originou-se da análise, pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE, do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações - OPA para cancelamento do registro de companhia aberta da Companhia Brasileira de Cartuchos – CBC, protocolado pelo Banco Fator na qualidade de instituição intermediária contratada pela DFV, ofertante da aludida OPA.

A SRE solicitou esclarecimentos ao Banco Fator e à DFV sobre irregularidades constatadas durante a análise do processo, relativas a indícios de falta de diligência, bem como resistência em atender aos questionamentos formulados pela CVM e às reclamações protocoladas durante a análise da OPA, em possível infração aos §§ 1º e 2º do art. 7º da Instrução 361/02.

Em resposta, tanto a DFV quanto o Banco Fator apresentaram propostas de termo de compromisso, tendo a deste último (consistente em pagar à CVM o valor de R\$20.000,00 - vinte mil reais) sido levada à apreciação do Colegiado na reunião de 12.08.08 com a ressalva de que ainda estava pendente de exame do Comitê e PFE a proposta da DFV.

Na reunião de 12.08.08, o Colegiado decidiu rejeitar a proposta apresentada pelo Banco Fator, por entender que a mesma se afigurava desproporcional às condutas atribuídas ao proponente, tendo em conta a relevância do papel da instituição intermediária nos processos de oferta pública.

Ao analisar a proposta da DFV, de pagar à CVM a quantia de R\$ 28.000,00 (vinte e oito mil reais), o Comitê decidiu negociar as condições da proposta com a DFV, sugerindo como proporcional o pagamento de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), tendo a DFV apresentado proposta de pagar à CVM a quantia de R\$200.000,00 (duzentos mil reais).

O Banco Fator, por sua vez, apresentou espontaneamente nova proposta, em que propôs pagar à CVM a quantia recebida a título de comissão, atualizada pelo IGP-M desde 28.11.07 até 31.10.08, totalizando R\$63.196,54 (sessenta e três mil, cento e noventa e seis reais e cinquenta e quatro centavos).

Para o Comitê, com relação à proposta apresentada pela DFV, em que pesem os esforços despendidos quando da negociação levada a efeito, verifica-se que, ainda que aperfeiçoada, remanesce desproporcional à reprovabilidade da conduta imputada à proponente, não se mostrando adequada ao instituto do Termo de Compromisso, para fins de sua aceitação, nos moldes da legislação aplicável à matéria.

E ainda, no entender do Comitê, a nova proposta apresentada pelo Banco Fator não atende a orientação do Colegiado manifestada na reunião de 12.08.08, remanescendo desproporcional à conduta que lhe fora atribuída, na qualidade de instituição intermediária em processo de oferta pública. Vale dizer, tal proposta não contemplaria obrigação suficiente para fins de nortear a conduta dos participantes do mercado, em especial as instituições intermediárias, em cumprimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida.

O Colegiado, em face do exposto no parecer do Comitê de Termo de Compromisso, deliberou pela rejeição das propostas de Termo de Compromisso apresentadas por DFV Participações S.A. e Banco Fator S.A., em virtude de sua desproporcionalidade com a gravidade das irregularidades aventadas no processo.”

4.9 Aquelas propostas foram submetidas ao Colegiado da CVM, por meio de Parecer do Comitê de Termo de Compromisso, no qual constava menção à atuação da SRE sobre o tema da adequação do laudo de avaliação da CBC à Instrução CVM 361, nos seguintes termos:

“3. (...) Ademais, foram elaboradas exigências relativas ao laudo de avaliação, destacando-se especialmente que o mesmo não contemplava o impacto da aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia Metallwerk Elisenhutte GmbH Nassau pela CBC, pelo preço de sete milhões de euros, embora a data de elaboração do laudo fosse posterior à da divulgação e efetiva aquisição em tela.

(...)

5. Foram formuladas exigências à instituição intermediária e à Ofertante, solicitando manifestação acerca das inconsistências apontadas, haja vista sua responsabilidade perante a CVM, o mercado, os acionistas da CBC e terceiros, nos termos do §1º do art. 7º da Instrução CVM nº 361/02. Em sua resposta, tanto a DFV quanto o Banco Fator negaram a existência de inconsistências no laudo de avaliação, não obstante tenha sido solicitado ao avaliador que procedesse à atualização do laudo. Segundo o Banco Fator, os avaliadores se basearam nas informações gerenciais disponibilizadas pela Companhia no momento de sua elaboração (data-base do 3º trimestre/2006), motivo pelo qual a aquisição da companhia alemã não fora contemplada no laudo. A esse respeito, contudo, entendeu a área técnica que não havia justificativa para tal entendimento, haja vista que as informações dispostas no documento devem ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas, conforme dispõe o inciso I do Anexo III da ICVM 361/02 e que o avaliador declarou ter recebido as informações gerenciais da CBC para fins de elaboração do laudo de avaliação da companhia.” (grifos nossos)

4.10 Como se verifica naquele caso, esta área técnica havia detectado que, entre a data-base utilizada pelo avaliador e a data de elaboração do laudo de avaliação, havia a ocorrência de uma operação de grande vulto que poderia impactar no valor encontrado para a CBC, sem que tal operação tivesse sido considerada no referido laudo, qual seja, a “aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia Metallwerk Elisenhutte GmbH Nassau pela CBC, pelo preço de sete milhões de euros”.

4.11 Em resposta, a instituição intermediária da OPA alegou que “os avaliadores se basearam nas informações gerenciais disponibilizadas pela Companhia no momento de sua elaboração (data-base do 3º trimestre/2006), motivo pelo qual a aquisição da companhia alemã não fora contemplada no laudo”.

4.12 Ora, “a esse respeito, contudo, entendeu a área técnica que ‘não havia justificativa para tal entendimento, haja vista que as informações dispostas no documento devem ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas, conforme dispõe o inciso I do Anexo III da ICVM 361/02 e que o avaliador declarou ter recebido as informações gerenciais da CBC para fins de elaboração do laudo de avaliação da companhia”.

4.13 Isso porque nosso entendimento era, e ainda é, de que o avaliador, ao elaborar o laudo, tem o dever de não se limitar às “informações gerenciais disponibilizadas pela Companhia no momento de sua elaboração”, conforme alegou, mas de contar, ainda, com informações disponíveis “nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada (...), e ainda em informações disponíveis ao público em geral”, com base no que já dispunha à época o item III do Anexo III da Instrução CVM 361, nos seguintes termos:

“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, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. O avaliador não será responsável por conduzir uma verificação independente das informações recebidas da companhia, ou de terceiros por ela contratados, e as aceitará e utilizará, no âmbito de sua análise, salvo se entender que as mesmas não são consistentes.” (grifo nosso)

4.14 Nesse sentido, cabe ressaltar que, com a edição da Instrução CVM nº 487/10, a redação constante do item III do Anexo III da Instrução CVM 361 sofreu alteração que, por sua vez, não modificou nosso entendimento sobre o tema, como se verifica da nova redação destacada abaixo:

“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.”

4.15 Feitas essas considerações iniciais, retornamos ao caso concreto, ressaltando que, como não poderia ser diferente, os princípios supramencionados basearão nossa análise.

4.16 O caso concreto, por sua vez, nas próprias palavras dos Recorrentes, “não cuida de pedido de revisão do preço da oferta”, mas “o que se pede aqui é apenas e tão-somente a **atualização** do laudo de avaliação das ações da NET pelo próprio Banco BTG Pactual S.A., e não a realização de nova avaliação por outra instituição” (grifos próprios).

4.17 As motivações para o pedido de atualização do laudo, então, conforme melhor descritas na Seção "II. Alegações dos Recorrentes" acima, seriam: (i) "alteração das premissas macroeconômicas: o preço apurado está totalmente desatualizado"; (ii) "houve evento relevante entre a data-base e a data do laudo de avaliação: aplicação do precedente Dixie Toga"; (iii) "graves erros de cálculo"; e (iv) "a companhia está passando por reorganização societária, que muda substancialmente o seu valor".

4.18 Tratando dos itens (i) "alteração das premissas macroeconômicas: o preço apurado está totalmente desatualizado"; e (iv) "a companhia está passando por reorganização societária, que muda substancialmente o seu valor", supramencionados, a despeito de toda a alegação apresentada pelos Recorrentes, entendemos que tais motivações não encontram correspondência com a preocupação observada tanto pelo Colegiado da CVM quanto pela SRE no âmbito dos Processos CVM nº RJ-2010-14197 e RJ-2008-1594.

4.19 Como se verifica no caso tratado no Processo CVM nº RJ-2010-14197, o então Diretor Relator Eli Loria "destacou que o laudo de avaliação deve considerar todos os eventos relevantes ocorridos nos negócios da Companhia até a data de sua elaboração" e que "tal entendimento não representa uma intromissão da CVM na avaliação do preço justo das ações, uma vez que, ao considerar os eventos relevantes posteriores à data-base, o avaliador pode concluir que tais fatos não alteram o valor da avaliação já estabelecido".

4.20 No Processo CVM nº RJ-2008-1594, por sua vez, observa-se a mesma preocupação da SRE, de que a aquisição da Companhia Metallwerk Eisenhutte GmbH Nassau pela CBC, ocorrida entre a data base e a data da elaboração do laudo, fosse considerada por aquele avaliador.

4.21 Nesse sentido é que entendemos que os itens "(i) alteração das premissas macroeconômicas: o preço apurado está totalmente desatualizado"; e "(iv) a companhia está passando por reorganização societária, que muda substancialmente o seu valor", supramencionados, não encontram correspondência com os casos mencionados nos precedentes acima, pois não se referem a eventos ocorridos entre a data base do laudo e a data de sua elaboração.

4.22 Ademais, alterações nos indicadores macroeconômicos utilizados na elaboração de laudos de avaliação são comuns em outras ofertas já analisadas por esta área técnica, uma vez que as premissas utilizadas dizem respeito a um momento específico em que o laudo é confeccionado, ainda que venham a ser obtidas como valores médios apurados em determinados períodos ou intervalos de tempo.

4.23 Tampouco entendemos ser cabível a atualização de algumas poucas premissas apontadas pelos Recorrentes (taxa livre de risco, risco país e CDI), com vistas a obtenção de nova taxa de desconto para utilização no fluxo de caixa descontado, sem levar em conta: (i) o efeito da alteração dessas premissas no próprio fluxo de caixa da Companhia; e (ii) que demais premissas também deveriam ser redefinidas e/ou recalculadas, levando o Avaliador a refazer o laudo de avaliação, de fato.

4.24 Da mesma forma, pelo fato de a incorporação de GB Empreendimentos e Participações S.A. por NET ter ocorrido em 30/8/2013, posterior à data de elaboração do laudo de avaliação, entendemos ser incabível a atualização do referido documento, por conta desse evento.

4.25 Resta nos determos, então, nos seguintes pontos mencionados acima: "(ii) houve evento relevante entre a data-base e a data do laudo de avaliação: aplicação do precedente Dixie Toga"; e "(iii) graves erros de cálculo", levantados pelos Recorrentes.

4.26 Entendemos que o ponto "(ii) houve evento relevante entre a data-base e a data do laudo de avaliação: aplicação do precedente Dixie Toga" encontra correspondência direta com os precedentes mencionados acima.

4.27 Sobre essa questão, os Recorrentes alegam pontualmente que o laudo de avaliação não considera a redução do custo de dívida para NET, por conta do resgate das debêntures de sua 6ª emissão (ao custo de CDI + 1,6%), concomitante à contratação de mútuo junto à América Móvil (ao custo de CDI + 1,08%), ocorrido entre a data base e a data de sua elaboração, o que teria impacto a maior no valor econômico da Companhia.

4.28 Cabe esclarecermos, contudo, que esse ponto foi abordado já à época da análise dos documentos que instruem a OPA Unificada de NET, quando os atuais Recorrentes apresentaram reclamação, nos seguintes termos:

"(...) 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."

4.29 Naquela oportunidade, encaminhamos ofício de exigências para que as Ofertantes e o Avaliador se manifestassem sobre o tema.

4.30 Em função de nossa exigência, foi acrescentada a seguinte justificativa em nota de rodapé da seção do cálculo do WACC do laudo de avaliação (p. 40 do laudo):

"(5) Custo de dívida marginal estimado da NET, correspondente a CDI + spread de 2.50%. Estimativa de custo baseada na emissão de um título de longo prazo da Companhia utilizando-se como referência para custo da dívida soberana a NTN-B 24, mais spread de risco corporativo da Companhia de 125-150 pontos base.

(6) Estimativa da estrutura de capital sustentável no longo prazo. A estrutura considerada apresenta um componente de dívida superior a estrutura atual da Companhia (Capital Próprio: 84,7% / Dívida: 15,3%, calculado com base nos preços por ação de 25/5/2012 e Balanço 1T12), mas não foi considerada inconsistente com a prática atual da Administração pois estima-se que tal nível possa ser atingido sem risco de comprometer o rating atual da Companhia."

4.31 À época, entendíamos, e ainda entendemos, que tal acréscimo contempla o que preceitua o item I do Anexo III da Instrução CVM 361, em linha com o que se observa nos precedentes destacados neste Memorando (parágrafos 4.6 a 4.9 acima), quanto à necessidade de "as informações constantes do laudo de avaliação deverão ser (serem) completas, precisas, atuais, claras e objetivas".

4.32 Os Recorrentes, por sua vez, à mesma época, não recorreram desse entendimento, tanto que esse tema não foi levantado pelos mesmos no recurso tratado no âmbito do Processo CVM nº 2012-14764.

4.33 Por fim, sobre os eventuais "(iii) graves erros de cálculo", vale confrontar, inicialmente, as alegações apresentadas pelos Recorrentes com os esclarecimentos prestados pelo Avaliador.

4.34 Nesse sentido, os Recorrentes alegam:

"21. Por outro lado, o Banco BTG Pactual S.A. cometeu os seguintes **graves erros de cálculo** na elaboração do laudo de avaliação, que exigem a sua atualização:

(i) de acordo com a nota de rodapé (1) da página 40 do laudo de avaliação, a Taxa Livre de Risco utilizada no cálculo do WACC foi baseada na média dos últimos três anos do título do tesouro americano de 10 anos (Fonte: Bloomberg em 25 de maio de 2012 –

www.bloomberg.com). No entanto, a média para o período de três anos entre 25 de maio de 2009 e 25 de maio de 2012, de acordo com o próprio Bloomberg, é 2,95%, e não os 3,06% utilizados no laudo;

	Laudo BTG	Média 3 anos Bloomberg	Diferença
Treasury US10Y	3,06%	2,95%	-0,11%

(ii) de acordo com a nota de rodapé (3) da página 40 do laudo de avaliação, o Prêmio de Risco-País utilizado no cálculo do WACC foi baseado na média dos últimos três anos do título do EMBI+ Brasil (Fonte: IPEA Data em 25 de maio de 2012 – www.ipeadata.gov.br). No entanto, a média para o período de três anos entre 25 de maio de 2009 e 25 de maio de 2012, de acordo com o próprio site www.ipeadata.gov.br, é 2,07%, e não os 2,45% utilizados no laudo;

	Laudo BTG	Média 3 anos IpeaData	Diferença
EMBI+ Risco-Brasil	2,45%	2,07%	-0,38%

(iii) de acordo com a nota de rodapé única da página 30 do laudo de avaliação, a expectativa de Taxa de Câmbio (R\$/US\$) para 2012 e 2013 utilizada como premissa macroeconômica para o Fluxo de Caixa Descontado foi baseada no Relatório Focus do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br). No entanto, a expectativa de mercado para a Taxa de Câmbio (R\$/US\$), de acordo com o próprio Relatório Focus em 30 de março de 2012 e 25 de maio de 2012, diverge completamente da utilizada no laudo. Ademais, foi empregada a Taxa de Câmbio de 31 de março de 2012 para a conversão do Valor da Firma de US\$ para R\$, de acordo com a nota de rodapé (5) da página 36 do laudo de avaliação, ao passo que a data do laudo é 25 de maio de 2012, razão pela qual devia ter sido empregada a Taxa de Câmbio desta última data.

Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		2012	2013
Laudo BTG	Final do Período	1,95	1,98
	Média	1,92	1,97
Boletim Focus (30/março/2012)	Final do Período	1,77	1,80
	Média	1,77	1,78
Diferença	Final do Período	-9,23%	-9,09%
	Média	-7,81%	-9,64%

Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		2012	2013
Laudo BTG	Final do Período	1,95	1,98
	Média	1,92	1,97
Boletim Focus (25/mayo/2012)	Final do Período	1,90	1,85
	Média	1,87	1,84
Diferença	Final do Período	-2,56%	-6,57%
	Média	-2,60%	-6,60%

22. Ora, de acordo com o Anexo III, Disposições Preliminares, item I, da Instrução CVM nº 361/02, “as informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, **precisas**, atuais, claras e objetivas”.

23. Daí a necessidade de atualização do laudo: as informações utilizadas nos cálculos para apuração do preço das ações da Companhia **são incorretas e imprecisas.**”

4.35 Já o Avaliador procura esclarecer os pontos levantados acima, nos seguintes termos:

“Conforme já esclarecido em questionamentos anteriormente efetuados por acionistas minoritários da Net e respondidos de forma fundamentada em correspondência enviada para V.Sas. no dia 07 de agosto de 2012, (...) utilizamos como premissa para o cálculo da Taxa Livre de Risco e Prêmio de Risco-País uma média de longo prazo. Reiteramos nosso entendimento que essa é a forma adequada de estimar tais parâmetros, (...).

Dito isso, e após análise dos questionamentos no item 21, subitens (i) e (ii), do Processo, reconhecemos que as notas de rodapé (1) e (3) da página 40 do Laudo devem ser alteradas para refletir de forma correta e precisa a premissa utilizada no cálculo das médias de longo prazo. Para o cálculo da Taxa Livre de Risco utilizamos um período equivalente a 3 x 360 dias (ou 1.080 dias) de negociação do título de 10 anos do governo americano. Para o cálculo da Taxa de Risco-País utilizamos o mesmo período que aquele estabelecido para o cálculo da Taxa Livre de Risco. Desta forma, os ajustes das notas de rodapé supramencionadas foram implementados na versão revisada do Laudo que segue anexa a esta correspondência para o fim exclusivo de retificar sua redação e desta forma refletir devidamente o período assumido para o cálculo das médias de longo prazo.

Com relação às premissas de taxas de câmbio, objeto de questionamentos no item 21, subitem (iii), do Processo, de forma geral discordamos dos argumentos apresentados pelos acionistas reclamantes. Não existe afirmação no Laudo de que as premissas para projeção de taxas de câmbio derivam da utilização automática, mecânica e exclusiva dos dados do Relatório Focus do Banco Central, e outras séries estatísticas dos bancos de dados obtidos no site do Banco Central (www.bcb.gov.br) também foram consultadas. O Relatório Focus foi apenas uma entre outras fontes de informação consultadas e utilizadas individualmente e/ou em conjunto para decisão de quais premissas macroeconômicas (e não somente taxas de câmbio, mas também outras variáveis como taxas de juros, inflação) eram apropriadas, razão pela qual a nota de rodapé da página 30 do Laudo propositalmente cita as fontes utilizadas de forma conjunta. Logo, a comparação apresentada pelos acionistas reclamantes não é apropriada no sentido de apontar um erro ou falha.

Já com relação à taxa de câmbio para conversão do valor presente dos fluxos de caixa (“Valor da Firma”) de US\$ para R\$, tem-se que foi utilizada a taxa de câmbio da data do último balanço disponível para que houvesse consistência na comparação entre o Valor da Firma e os dados derivados de balanço, visto que para se chegar ao valor do Preço por Ação faz-se necessária utilização de ambas as informações em bases consistentes (ressaltando-se inclusive que na página 28 do Laudo existe a afirmação inequívoca de que os fluxos de caixa são trazidos a valor presente até a data de 31 de março de 2012).

Logo, a única alteração que consideramos necessária para endereçar os questionamentos apresentados no Item 21, subitem (iii), do Processo, seria especificamente na nota de rodapé da página 30 do Laudo, para tão somente deixar mais claro que além do Relatório Focus outros dados do site do Banco Central também foram utilizados na preparação das premissas macroeconômicas. Esta alteração também foi implementada na versão revisada do Laudo que segue anexa a esta carta.”

4.36 Em linha com os esclarecimentos destacados acima, por conta do presente recurso, e com vistas a dirimir eventuais dúvidas dos usuários do laudo de avaliação, o Avaliador procurou esclarecer o tema, alterando as redações constantes das notas de rodapé das páginas 30 (sobre a taxa de câmbio) e 40 do laudo (sobre a taxa livre de risco e prêmio de risco país), que passaram a ter a seguinte redação:

- nota de rodapé da página 30 do laudo de avaliação, que indica as fontes nas quais o Avaliador se baseou para a definição das premissas “Inflação”, “Taxa de Juros (SELIC)” e “Taxa de Câmbio”:

“Fonte: Relatório Focus e séries estatísticas do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br), Economist Intelligence Unit (www.eiu.com) e estimativas do BTG Pactual (www.btgpactual.com)”

- nota de rodapé da página 40 do laudo de avaliação, que indica as fontes nas quais o Avaliador se baseou para a definição das premissas “Taxa Livre de Risco” e “Prêmio de Risco-País”, dentre outras:

Para a Taxa Livre de Risco - “(1) Baseado em média dos últimos 1.080 dias de negociação do título do tesouro americano de 10 anos (Fonte: Bloomberg em 25 de maio de 2012 – www.bloomberg.com)”

(...)

Para o Prêmio de Risco-País - (3) Baseado em média do EMBI+ Brasil em período igual ao utilizado para cálculo da Taxa Livre de Risco, conforme nota (1) acima (Fonte: IPEA Data em 25 de maio de 2012 – www.ipeadata.gov.br)”

4.37 Ademais, esta área técnica teve acesso aos históricos de cotações do EMBI + Risco Brasil (Prêmio de Risco-País) e do título do tesouro americano de 10 anos (Taxa Livre de Risco), nos sites indicados no laudo de avaliação (“www.ipeadata.gov.br” e “www.bloomberg.com”, respectivamente) (dados compilados às fls. 312 a 339 do presente Processo).

4.38 De nossa análise, constatamos que, considerando o período mencionado pelos Recorrentes (25/5/2009 a 25/5/2012), a média dos valores disponíveis para tais indicadores corresponde, de fato, àqueles mencionados pelos mesmos (Prêmio de Risco-País = 2,07%; Taxa Livre de Risco = 2,95%).

4.39 Por outro lado, considerando o período utilizado pelo Avaliador (1.080 dias de negociação anteriores a 25/05/2012), a média dos valores disponíveis para tais indicadores corresponde, de fato, àqueles constantes do laudo de avaliação (Prêmio de Risco-País = 2,45%; Taxa Livre de Risco = 3,06%).

4.40 Quanto às estimativas da Taxa de Câmbio, nossa pesquisa confirma a alegação dos Recorrentes de que as taxas utilizadas pelo Avaliador diferenciam das indicadas pelo Relatório Focus, nos moldes apresentados abaixo:

Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		2012	2013
Laudo BTG	Final do Período	1,95	1,98
	Média	1,92	1,97
Boletim Focus (25/maio/2012)	Final do Período	1,90	1,85
	Média	1,87	1,84
Diferença	Final do Período	-2,56%	-6,57%
	Média	-2,60%	-6,60%

4.41 Entretanto, conforme esclareceu o Avaliador, “além do Relatório Focus outros dados do site do Banco Central também foram utilizados na preparação das premissas macroeconômicas”.

4.42 De fato, ao percorrermos o seguinte caminho no site do Banco Central do Brasil: “Sistema de Metas para a Inflação”; “Sala do Investidor”; “[Expectativas de Mercado – Séries Históricas](#)”, deparamo-nos com uma página a ser carregada.

4.43 Essa página, uma vez carregada com os seguintes dados: “Indicador = Indicadores do Top 5”; “Escolher opção ‘Taxa de Câmbio’”; “Ranking = Longo Prazo”; “Cálculo = Mediana”; “Periodicidade = Anual”; “Tipo de taxa = Fim de ano”; “Data inicial da série = 25/05/2012”; “Data final da série = 25/05/12”; “Ano inicial = 2012”; e “Ano final = 2013”, para, ao final, acessar “Consultar”, fornece as taxas de câmbio US\$/R\$ de 1,95, para o final de 2012, e de 1,98 para o final de 2013, conforme utilizadas pelo Avaliador.

4.44 As taxas médias de cada ano utilizadas pelo Avaliador foram calculadas de forma aritmética entre os anos pesquisados e os anos imediatamente anteriores (p. ex: média de 2013 (1,97) = (1,95 + 1,98)/2).

4.45 Após essas análises, entendemos não assistir razão aos Recorrentes, ao alegarem que o Avaliador “cometeu (...) graves erros de cálculo na elaboração do laudo de avaliação, que exigem a sua atualização”, sendo as diferenças observadas mero fruto de bases temporais e metodologias distintas quando dos cálculos das referidas premissas, o que já se encontra devidamente esclarecido no laudo de avaliação, conforme as redações constantes de suas notas de rodapé destacadas acima.

4.46 Há que considerar ainda, neste caso específico da OPA Unificada de NET, que o preço ofertado pelas ações objeto, definido com base no laudo de avaliação, conta com atualização pelo CDI, desde 8/6/2012 até a data da realização do leilão da OPA, procedimento adotado com vistas a remunerar os acionistas que aderirem a oferta, durante o período de análise por parte da CVM.

4.47 Tal característica, somada ao fato de entendermos que os pontos levantados pelos Recorrentes como inconsistentes não demonstraram que o atual laudo de avaliação de NET encontra-se em desacordo com o que preceitua a Instrução CVM 361 sobre o tema, somos desfavoráveis a que o mesmo venha a passar por alterações, ainda que sob a alegação de mera atualização.

V. Conclusão

5.1 Por todo o acima exposto, propomos a manutenção da decisão da SRE, conforme comunicada pelo OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 142/2013 (fls. 12 e 13 deste Processo) e o encaminhamento do presente recurso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM 463, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando que somos desfavoráveis a que o atual laudo de avaliação venha a sofrer qualquer alteração em função dos pontos levantados pelos Recorrentes, no âmbito da OPA Unificada de NET, além das notas de rodapé acrescentadas por conta do presente recurso, conforme mencionamos no parágrafo 4.36 acima.

Atenciosamente,

Gustavo Luchese Unfer
Analista GER-1

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] Apenas a título exemplificativo: (a) OPA da TAM S.A. para Cancelamento de Registro e Saída do Nível 2; (b) OPA da Pronor Petroquímica para Cancelamento de Registro; (c) OPA da Cia de Seguros Minas Brasil por alienação de controle e para cancelamento de registro; e (d) OPA da Renner Participações para Cancelamento de registro.

[2] Lista completa, por companhia objeto: Redentor Energia S.A., Ampla Investimentos e Serviços S.A., Ampla Energia e Serviços S.A., Mirasol S.A., TAM S.A., Redecard S.A. Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário S.A., Rimet Empreendimentos Industriais e Comerciais S.A., Tele Norte Celular Participações S.A., Vale Fertilizantes S.A., Universo Online S.A., Cia de Seguros Minas Brasil, Renner Participações S.A., Cia Iguazu de Café Solúvel, S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor e Cia. Leco de Produtos Alimentícios. Fonte das informações: www.cvm.gov.br e Cetip.

[3] Lista completa, por companhia objeto: Amil Participações S.A., Mirasol S.A., Pronor Petroquímica S.A., Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais, Vale Fertilizantes, GVT Holdings S.A., Granoleo S.A., Petroflex Indústria e Comércio S.A., Semp Toshiba S.A., Petroquímica União S.A., IronX Mineração S.A., Cia Iguazu de Café Solúvel, S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor e Cia. Leco de Produtos Alimentícios. Fonte das informações: www.cvm.gov.br e Bloomberg.

[4] Lista completa, por companhia objeto: Universo Online S.A., Petroflex Indústria e Comércio S.A., Semp Toshiba S.A., Petroquímica União S.A., IronX Mineração S.A. e Cia Iguazu de Café Solúvel. Fonte das informações: www.cvm.gov.br e Banco Central do Brasil.

[5] Lista completa, por companhia objeto: Ampla Investimentos e Serviços S.A., Ampla Energia e Serviços S.A., Mirasol S.A., Tam S.A., Universo Online S.A., Indústria Micheletto S.A., Petroflex Indústria e Comércio S.A. Fonte das informações: www.cvm.gov.br e IpeaData.

[6] Fontes:CDI – Cetip; IPCA – IpeaData; Ibovespa e variação das ações de companhias do mesmo segmento da NET – Bloomberg.