

Para: SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 37/2012

De: GER-1/GER-2 Data: 30/04/2012

Assunto: Pedido de registro de OPA de Permuta para cancelamento de registro de TAM S.A. com adoção de procedimento diferenciado e Oferta de BDR LAN

Processo CVM Nº RJ-2012-995 e CVM Nº RJ-2012-1267

Senhor Superintendente,

Requer o Banco Itaú BBA S.A. juntamente com Holdco II S.A. e LAN Airlines S.A. (Ofertantes), o registro de oferta pública de aquisição de ações (OPA) de permuta para cancelamento de registro de TAM S.A. (Companhia – CNPJ: 01.832.635/0001-18), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02, no âmbito do Processo CVM Nº RJ-2012-995, tratado pela GER-1.

Ademais, a LAN Airlines S.A. (Requerente) solicita o registro do programa de BDR patrocinado Nível II (BDR LAN), no âmbito do Processo CVM Nº RJ-2012-1267, tratado pela GER-2.

Quanto ao pleito de procedimento diferenciado, as Ofertantes solicitam que a OPA observe as possibilidades:

- i. de o acionista objeto não poder manifestar-se no leilão, mas até às 18:00 horas do dia anterior;
- ii. de procedimento específico para renúncia a condição estabelecida para efetivação da OPA;
- iii. de se atribuir o valor da cotação de fechamento das ações da TAM na BM&FBOVESPA do dia anterior ao leilão para efeito de pagamento de frações de BDR LAN e de eventos subsequentes, como *put* e *squeeze out*; e
- iv. de dispensa de prospecto da oferta pública de distribuição de BDR LAN.

Quanto ao registro de BDR LAN, requerem:

- v. a caracterização do programa de BDR LAN no Nível II.

Cabe ressaltar que à presente OPA aplicam-se as regras da Instrução CVM 361/2002 como em vigor anteriormente às alterações introduzidas pela Instrução CVM 487/2010 e pela Instrução CVM 492/2011 (Antiga Instrução CVM 361), considerando que sua realização foi amplamente divulgada ao mercado em fatos relevantes, publicados em 13 de agosto de 2010 e 19 de janeiro de 2011, os quais já indicavam a relação de troca e as principais condições da oferta, tendo em vista o seguinte disposto no p.u. do art. 8º da Instrução CVM 487.

"Art. 8º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

Parágrafo único. As alterações implementadas por essa Instrução sobre a Instrução CVM nº 361, de 2002, não se aplicam às OPA já divulgadas ao mercado."

Características da Associação entre TAM e LAN (Associação)

Em 13 de agosto de 2010, a Companhia e a LAN, juntamente com seus acionistas controladores, celebraram um memorando de entendimentos, conforme divulgado por meio de fato relevante da mesma data, com a finalidade de regular os termos e condições para a combinação de suas atividades, mantida a titularidade de 80% do capital votante da TAM por brasileiros, conforme determinação da regulamentação brasileira aplicável ao setor da aviação civil.

A combinação pretendida seria alcançada por meio de vários passos que culminariam com a realização da presente OPA, com a entrega aos acionistas da TAM de ações de uma sociedade *holding* (a Holdco II) que, ato contínuo, seria incorporada pela LAN, fazendo com que os acionistas que aderissem à oferta recebessem ações de emissão da LAN na forma de *Brazilian Depositary Receipts* (BDR LAN), na proporção de uma ação da TAM para cada 0,90 BDR LAN.

Em 19 de janeiro de 2011, foi divulgado um novo fato relevante, informando que a Companhia e a LAN, juntamente com seus acionistas controladores, firmaram, em 18 de janeiro do mesmo ano, dois contratos denominados *Implementation Agreement* e *Exchange Offer Agreement*, regulando os termos e condições definitivos para a associação contemplada no memorando de entendimentos descrito no fato relevante de 13 de agosto de 2010, e confirmando os termos e condições da oferta pública, conforme descritas no fato relevante citado.

A oferta envolve a permuta de ações de emissão da TAM, detidas por acionistas localizados nos EUA ou considerados *US Persons*, e detentores de ADR TAM.

A descrição da Associação constou dos fatos relevantes supramencionados, sendo detalhada, ainda, no edital da OPA.

Características da OPA de Permuta

A OPA destina-se à aquisição de (i) 8.163.424 ações ordinárias (14,63% dessa espécie), (ii) 74.297.070 ações preferenciais (73,83% dessa espécie), totalizando 82.460.494 ações em circulação (Ações TAM), detidas por 5.057 acionistas (*free-float* correspondente a 52,70% do capital social da Companhia).

São também objeto da OPA, porém não sendo computadas para fins do quorum de cancelamento, 554 ações ordinárias e 14.195 ações preferenciais detidas pelos administradores da Companhia que não são seus acionistas controladores, e 866.527 ações preferenciais detidas pela Costa Verde International, vinculada ao acionista controlador da LAN.

A OPA também se destina aos acionistas detentores de Ações TAM que estejam localizados nos EUA ou que sejam considerados *US Persons* (conforme definido pela Regra S do *US Securities Act of 1933*) e aos detentores de certificados de depósito representativos de ações preferenciais e de ações ordinárias - *American Depositary Receipts* da Companhia em circulação naquele mercado (ADR TAM). Estes não participarão do leilão da OPA, mas da permuta nos EUA. Exceção neste caso para os acionistas que sejam considerados *Qualified Institutional Buyers* (QIB), conforme Regra 144A promulgada nos termos do *Securities Act*, que poderão participar do leilão da OPA.

O pagamento da OPA será mediante permuta de 0,90 BDR LAN para cada Ação da TAM, ou 0,90 ADR LAN para cada Ação ou ADR TAM, para os que participarem da permuta nos EUA. Cada ADR LAN representa 1 ação ordinária da LAN. A relação de troca foi estabelecida de acordo com os laudos de avaliação de TAM e de LAN.

O acionista que desejar participar do leilão deverá habilitar-se para tanto, até às 12:00h (horário de São Paulo) do dia útil imediatamente anterior à Data do Leilão.

Os acionistas habilitados poderão manifestar sua concordância ou discordância com o cancelamento de registro por meio do preenchimento do formulário de habilitação, o qual deverá ser entregue à sociedade corretora que irá representá-los no leilão.

Os acionistas habilitados que aceitarem permutar suas ações no leilão estarão automaticamente concordando com o cancelamento de registro, não havendo necessidade de nenhum procedimento adicional.

Os detentores de Ações TAM localizados nos EUA ou que sejam considerados *US Persons*, que não se enquadrarem na definição de QIB poderão participar da Permuta nos EUA e receber ADR LAN mediante utilização de uma das seguintes alternativas:

- a. ofertar suas Ações TAM diretamente por intermédio do *US Exchange Agent*, seguindo o procedimento descrito no Formulário F-4 protocolado na *Securities and Exchange Commission (SEC)*; ou
- b. depositar suas Ações TAM no programa de ADR TAM, receber ADR TAM e ofertar seus ADR TAM por meio do *US Exchange Agent*.

A OPA está condicionada a eventos, alguns dos quais podem ser renunciados até às 9:20h do dia do leilão. No caso de renúncia, as Ofertantes publicarão fato relevante com destaque para as modificações efetuadas, prorrogando o prazo da oferta por 10 dias, para que os aceitantes possam reavaliar sua decisão.

Caso não obtenham o quorum para cancelamento de registro da Companhia, as Ofertantes declaram expressamente que desistirão da OPA.

As Ofertantes propõe, para efeito do pagamento do disposto no §2º do art. 10 da Instrução CVM 361/2002 (*put*), do pagamento do disposto no §5º do art.4º da Lei 6.404/1976 (*squeeze out*) e do pagamento de frações de BDR LAN resultantes da permuta, o valor equivalente ao preço de fechamento das ações preferenciais de emissão da TAM na BM&FBOVESPA no dia útil imediatamente anterior à data do leilão.

Características do Programa de BDR Patrocinado

A LAN solicita registro de programa de BDR, uma vez que ocorrerá uma OPA de permuta por ações da LAN, direcionada aos acionistas da Tam S.A. ("TAM"), com o objetivo de cancelamento de registro de companhia aberta desta última. Seguem abaixo as características do programa:

- i. Empresa Patrocinadora: LAN Airlines S.A.;
- ii. Nível do Programa: programa de BDR Nível II;
- iii. Tipo do Valor Mobiliário: ação ordinária Nominativa;
- iv. Instituição depositária: Itaú Corretora de Valores S.A.;
- v. Instituição Custodiante: Banco Itaú Chile;
- vi. Paridade entre ações e BDR: 1 ação ordinária para cada BDR LAN.

Alegações das Ofertantes

- Sobre o pleito de procedimento diferenciado de OPA

(i) Quanto à possibilidade de o acionista objeto não poder manifestar-se no leilão, mas até às 18:00 horas do dia anterior, as Ofertantes alegam :

"A realização da Oferta está sujeita às condições previstas no item 4 do Edital, sendo as principais delas: (a) a condição de adesão de um número de acionistas da TAM que permita que posteriormente seja aprovado o resgate das ações da TAM que remanescerem em circulação, nos termos da Lei das Sociedades por Ações, sendo que tal condição poderá ser renunciada pela LAN até a data do leilão, conforme horário explicitado na minuta do Edital; e (b) a condição de se obter o quorum necessário para o cancelamento de registro de companhia aberta da TAM, a qual poderá ser renunciada em conjunto pelos acionistas controladores da TAM e pela LAN.

A verificação ou renúncia dessas condições, conforme o caso, desencadeia uma importante etapa da Associação, por meio da qual (a) os acionistas controladores da TAM contribuirão as ações ordinárias e preferenciais de emissão da TAM por eles detidas para uma sociedade chilena, constituída em junho de 2011, denominada TEP Chile S.A ("TEP Chile"), e, ato seguinte, (b) a TEP Chile irá contribuir (i) a totalidade das ações ordinárias de emissão da TAM a ela contribuídas pelos acionistas controladores da TAM para uma outra sociedade chilena, constituída em junho de 2011, denominada Holdco I S.A ("Holdco I") e (ii) a totalidade das ações preferenciais a ela contribuídas pelos acionistas controladores TAM para outra sociedade chilena, também constituída em junho de 2011, denominada Sister Holdco S.A. ("Sister Holdco"). As subscrições de ações da TEP Chile, Holdco I e Sister Holdco são referidas conjuntamente como "Subscrições". Essas Subscrições não poderiam acontecer antes da verificação das supracitadas condições, pois uma vez realizadas, não serão reversíveis, já que a transferência da titularidade das ações da TAM às sociedades chilenas acima referidas foi objeto de prévia aprovação pela Agência Nacional de Aviação – ANAC, nos termos ora descritos, inclusive no que tange à realização da Oferta. Assim, qualquer alteração relativa às transferências aprovadas – incluindo novas transferências de ações, necessárias para que as ações voltassem à titularidade direta dos acionistas controladores – dependeria de nova aprovação por parte daquela Agência. Além disso, referidas transações impingiriam custos significativos aos acionistas controladores da TAM no caso de insucesso da Oferta, que seriam evitados com a adoção do mecanismo consubstanciado ora descrito.

Dessa forma, tanto os acionistas controladores da TAM quanto da LAN, precisam ter certeza do percentual de adesão à Oferta para decidir pela sua consumação e, conseqüentemente, efetivar os atos desencadeados pela decisão de se consumir a Oferta.

Além disso, em razão da regulamentação norte americana, paralelamente à Oferta, será necessário efetuar também uma Permuta nos EUA, conforme definida no item 1.5 acima, o que gera a necessidade de compatibilização de procedimentos, e em especial de: (a) garantir tratamento equânime aos acionistas da TAM nas duas jurisdições; e (b) computar o percentual de adesão da Permuta nos EUA, juntamente com o da Oferta, para fins de verificação das condições da Oferta e de cancelamento de registro.

Em vista de todas essas especificidades, as Ofertantes entendem que a melhor maneira de permitir que todos os investidores tenham a mesma informação em relação ao percentual de adesão à Oferta e garantir o tratamento equânime aos acionistas da TAM que participarem da Oferta e da Permuta nos EUA, é fixar um horário único limite para envio das ordens e também para desistência da participação na Oferta e na Permuta nos EUA. Ademais, considerando que de todo modo o volume de aceitação nos EUA deveria ser necessariamente apurado após o fechamento do mercado naquele País no dia anterior ao do leilão, evitar-se-ia uma assimetria no que tange à informação relativa ao percentual de aceitação nos EUA, que teria que ser disponibilizada (ou mantida em sigilo) durante período em que acionistas no Brasil ainda teriam oportunidade de decidir sobre sua participação na Oferta."

Além disso, as Ofertantes também se manifestaram quanto à renúncia ao direito de elevação do preço a ser pago pelas Ações TAM durante o leilão, nos seguintes termos:

"As Ofertantes, desde já, renunciaram expressamente ao direito de elevar o preço a ser pago pelas Ações da TAM no leilão, uma vez que, para alterar a relação de troca atual, seria necessário realizar nova assembleia dos acionistas da LAN.

De qualquer forma, entendemos que uma eventual elevação de preço somente ocorreria caso houvesse uma oferta concorrente, o que, nesse caso, acreditamos, seja uma possibilidade muitíssimo remota, já que o interferente teria que possuir ações da LAN em quantidade suficiente para entregar aos acionistas da TAM. Importante notar também que, por ser a Oferta sujeita a registro, tal oferta concorrente teria que ser registrada nessa D. Comissão com a antecedência requerida pela Instrução CVM 361."

(ii) Quanto ao procedimento específico para renúncia a condição estabelecida para efetivação da OPA :

Sobre esse ponto, esclarecemos que, originalmente, a oferta previa a publicação de fato relevante, adiando o leilão para 5 dias úteis, caso as Ofertantes renunciassem a qualquer condição para a efetivação da OPA. As alegações apresentadas pelas Ofertantes, então, correspondiam a essa característica.

Posteriormente, esse ponto foi alterado pelas Ofertantes, de modo que as mesmas pretendem publicar o fato relevante, adiando o leilão para 10 dias corridos da data de sua eventual renúncia a qualquer condição estabelecida, sem, contudo, apresentarem aditamento ao arrazoado original.

Assim, entendendo que as alegações apresentadas originalmente não correspondem à situação atual sobre esse ponto, não as reproduzimos no presente Memo.

(iii) Quanto ao critério de atribuição de preço para as Ações TAM, visando a eventos subsequentes, as Ofertantes alegam :

"Nesse particular, parece-nos que a Oferta cujo registro ora se requer, com o devido respeito ao entendimento dessa D. Comissão, atende ao princípio da uniformidade do preço, em sua plenitude.

Como se sabe, no caso presente, o preço estabelecido para a Oferta objeto do presente processo é extraído de uma relação de troca em que cada ação de emissão da TAM corresponde a 0,9 ação de emissão da LAN. Essa relação de troca, bem como o valor em reais que resulta de sua aplicação, é o parâmetro e o preço uniforme a ser pago a todo e qualquer acionista da TAM, independentemente da espécie ou classe de ação por ele detida, dos direitos inerentes a estas mesmas ações e de qualquer outra característica peculiar, em caso de adesão à Oferta. Este tratamento uniforme, igualitário e indistinto do preço é repetido em todas as vezes em que se faz menção ao preço no Edital. (...)

As Ofertantes pretendem, então, que o valor da cotação da ação preferencial da TAM, no fechamento da negociação na BM&FBOVESPA do dia anterior ao da realização do leilão, seja usado como parâmetro de preço atribuído às Ações TAM para efeito de pagamento a acionista objeto que fizer jus a frações de BDR LAN, bem como para eventuais obrigações subsequentes, como a *put* e o *squeeze out*.

Sobre esse ponto, as Ofertantes acrescentam:

"Observe-se, por fim, que o critério adotado para determinação do preço também atende a exigência de que o valor da oferta seja um "valor fixo". Esse valor não será conhecido no momento do início da Oferta, mas sua fixação, baseada em parâmetros totalmente objetivos, será realizada com base na cotação das ações da TAM (cf. minuta atual do Edital) em um momento previamente determinado. O valor assim obtido – um valor em reais, fixo e imutável – será o mesmo para todas as transações relacionadas à Oferta (incluindo o pagamento relativo às frações e aquisições posteriores). Esse critério atende plenamente, também, os ditames do art. 4º, inciso V, já que esse dispositivo não exige um valor nominalmente fixado no Edital, mas somente que a oferta seja lançada a preço uniforme.

Nesse ponto, vale reiterar de maneira justificada a razão pela qual as Ofertantes entendem não ser adequado estabelecer um valor fixo já no momento do lançamento da Oferta. (...), a preocupação das Ofertantes é de que a fixação do preço no momento da publicação do Edital possibilite o descasamento entre o preço da Oferta e o preço dos valores mobiliários de TAM e LAN no momento do fechamento da Oferta, o que daria margem à especulação. Com efeito, temem as Ofertantes que investidores pautem sua decisão de investimento não pelo benefício esperado em razão da associação entre as companhias, mas sim pelo fato de que, ao não aderir, poderiam receber (alienando ações da TAM à LATAM no período posterior à oferta) um valor em dinheiro superior ao valor dos BDRs da LAN que receberiam se aderissem.

Essa "arbitragem" especulativa resultaria precisamente naquilo que essa D. Comissão visa evitar: a existência de preços não-uniformes para investidores que se encontrem em situações diversas. (...)

Não se olvida, no caso, (...) que o preço fixado no Edital pautaria o preço dos valores mobiliários durante o prazo da Oferta. Esse argumento aplica-se perfeitamente aos casos em que a oferta para cancelamento do registro de companhia aberta se dá por aquisição mediante pagamento em dinheiro. Nessa situação, o preço da ação claramente passaria a convergir para o valor oferecido pelo ofertante. Esse cenário, porém, não ocorrerá no caso da Oferta presente, em que os valores mobiliários da LAN continuarão sendo negociados após a conclusão da Oferta, de modo que os BDRs por ela emitidos "substituirão" as ações da TAM no mercado de valores brasileiro. Em se tratando de uma oferta de permuta, em que a contrapartida obtida na adesão se avalia precipuamente pela relação de troca, o preço estabelecido pela Ofertante no Edital não pautará a variação do preço das ações, que continuarão flutuando (atreladas à relação de troca, mas com variação nos respectivos valores absolutos). Isso dará margem ao movimento de especulação acima exemplificado, o que não é prejudicial apenas para a Oferta, mas para o mercado como um todo."

(iv) Quanto à dispensa de prospecto da oferta pública de distribuição de BDR LAN, as Ofertantes alegam :

"O artigo 33, parágrafo 2.º, inciso II da Instrução CVM 361 determina que o instrumento da oferta contenha as informações sobre a companhia emissora dos valores mobiliários ofertados (nesse caso, a LAN), da mesma forma exigida para a distribuição pública de valores mobiliários. Com o advento da Instrução CVM n.º 482, de 5 de abril de 2010, que alterou a Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, a forma exigida pela CVM para a prestação de informações relativas à companhia em distribuição pública de valores mobiliários passou a ser por meio do "Formulário de Referência", instituído pela Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009 ("Formulário de Referência" e "Instrução CVM 480", respectivamente) e das demonstrações financeiras da Companhia.

A LAN, emissora dos valores mobiliários a serem permutados pelas ações da Companhia, é uma companhia estrangeira registrada na CVM desde 2 de setembro de 2011, e terá seus BDRs listados para negociação na BM&FBOVESPA. Em razão disso, todas as suas informações corporativas, operacionais e financeiras estão divulgadas no seu Formulário de Referência e nas suas demonstrações financeiras, sendo que tais documentos encontram-se disponíveis para acesso de seus acionistas e dos investidores em geral no website da própria LAN (no endereço http://www.lan.com/en_uk/investor_relations/presentaciones/cvm_brasil.html), da CVM (no endereço www.cvm.gov.br), conforme indicado na minuta do Edital da Oferta anexa a este pedido. (...) Adicionalmente, as informações corporativas, operacionais e financeiras apresentadas no Edital e nos Formulários de Referência de ambas as companhias serão atualizadas de acordo com as demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2011, tão logo tenham sido divulgadas pela LAN e pela TAM, respectivamente.

Considerando o exposto acima, as Ofertantes e a Instituição Intermediária entendem que o artigo 33, parágrafo 2.º, inciso II da Instrução CVM 361 esteja plenamente atendido, uma vez que foram incluídas referências claras na minuta do Edital de que informações adicionais a respeito da LAN podem ser encontradas no seu Formulário de Referência e nas suas demonstrações financeiras, com a indicação dos locais e endereços eletrônicos onde tais documentos podem ser acessados, bem como das demais instruções necessárias para seus respectivos acessos pelos investidores em geral, notadamente os acionistas da TAM que vierem a se interessar pela Oferta. (...)"

(v) Alegação da LAN quanto à caracterização dos BRD patrocinado Nível II:

Em expediente protocolado em 27/02/2012 a LAN afirmou que existe o entendimento consolidado na CVM, com respaldo em precedentes, de que as ofertas públicas envolvendo permuta de valores mobiliários não são registradas nos termos da Instrução CVM 400/03, e sim registradas e reguladas pela Instrução CVM 361/02, exatamente por não serem consideradas ofertas de distribuição pública.

A LAN cita, como exemplo, as OPA de permuta da Cosan Limited/Cosan S.A. Indústria e Comércio em 2008 e da MMX/PortX Operações Portuárias S.A. em 2011, que foram registradas nos termos da Instrução CVM 361/02^[1].

Por isso, a LAN entende que, em não se tratando de distribuição de valores mobiliários, nos moldes da Instrução CVM 400/03, mas de oferta de permuta, nos moldes da Instrução CVM 361/02, o programa de BDR deverá ser registrado como um programa patrocinado Nível II.

Já em 18/04/2012, a LAN protocolou novo expediente, ratificando seu entendimento quanto à caracterização dos BDR LAN como sendo do Nível II, em resposta ao entendimento contrário por parte da BM&FBovespa (transcrito abaixo), nos seguintes termos:

"As ofertas públicas que envolvem permuta por valores mobiliários não são registradas nos termos da Instrução CVM 400/03, conforme precedentes citados^[2], em razão de não serem consideradas ofertas de distribuição pública pela CVM.

A própria BM&FBOVESPA reconhece esse fato ao afirmar que "é evidente que as ofertas públicas de aquisição por meio de permuta não se sujeitam ao regime de registro da Instrução CVM 400/03, na medida em que possuem requisitos e regimes de registro próprios, nos termos da Instrução CVM 361/02, ficando garantida a função instrumental do registro (qual seja a garantia da adequada prestação informacional) ainda que sob a égide de outra regulamentação."

Não se tratando de distribuição pública de valores mobiliários, nos moldes da Instrução CVM 400/03, mas de oferta de permuta, nos termos da Instrução CVM 361/02, o programa de BDR deve ser registrado como Nível II.

A Instrução CVM 361/02, ao regular as ofertas públicas de permuta, reforça este entendimento ao dizer que "o instrumento de OPA de que trata este artigo também conterá: (...) II – as informações sobre a companhia emissora dos valores mobiliários ofertados, na mesma forma exigida pela CVM para a distribuição pública de valores mobiliários"^[3].

Ademais, não haverá uma simultânea distribuição de valores mobiliários no Brasil e no exterior, uma vez que, tanto no Brasil quanto nos EUA, a oferta pública é de permuta, não se tratando de oferta de distribuição, como prevê o inciso IX do art. 5º da Instrução CVM 332/00."

• **Da manifestação da BM&FBOVESPA sobre os BDR LAN :**

A BM&FBOVESPA deferiu em 27/03/2012 ^[4] o registro para negociação dos BDRs da Requerente em bolsa como Nível III.

Após o envio do Ofício CVM/SRE/SEP/Nº12 à LAN em 23/03/2012, incluindo a exigência de modificação da autorização da BM&FBOVESPA para Nível II, a Bolsa protocolou expediente, em 13/04/2012, acerca da caracterização do programa de BDR, com os seguintes entendimentos:

1. "A Bolsa entende que, a partir de uma análise sistemática dos incisos I, II e III do §1º, art. 3º da Instrução CVM 332/00, é possível inferir que diante da realização de uma distribuição pública de BDRs, o respectivo programa deverá ser, necessariamente, classificado como Nível III, por se tratar justamente do único elemento que o diferencia de um programa de BDR patrocinado Nível II. Caso contrário, não haveria razão para criação de um nível diferenciado de BDR apenas para contemplar o cenário de uma distribuição pública, sendo suficiente a existência das duas outras categorias previstas na Instrução CVM 332/00;
2. Em essência, a principal diferença entre as duas espécies de programa é que no BDR patrocinado Nível III pressupõe-se a criação imediata de um centro de liquidez para os referidos certificados no Brasil, por meio da distribuição pública dos mesmos em nosso mercado (e consequente participação imediata dos investidores locais na base acionária da Requerente), enquanto que, no BDR patrocinado Nível II, a referida liquidez apenas será criada caso exista disposição da base acionária do emissor estrangeiro em negociar suas ações no mercado brasileiro (por meio de BDR), uma vez que, via de regra, em um primeiro momento, não haverá participação representativa dos investidores do mercado brasileiro na referida base acionária;
3. No caso em tela, a caracterização do programa como Nível III ou Nível II depende, exclusivamente, da ocorrência ou não de uma distribuição pública dos BDR da Requerente no Brasil;
4. Sobre a qualificação da OPA de permuta como uma distribuição pública de valores mobiliários, informa que a Instrução CVM 361/02 exige: (i) em seu art. 33, §1º, que os valores mobiliários dados em permuta sejam admitidos à negociação em mercados regulamentados brasileiros; (ii) em seu art. 33, §2º, que o edital da oferta pública de aquisição de ações contenha as informações sobre a companhia emissora dos valores mobiliários ofertados na mesma forma exigida pela CVM para a distribuição pública de valores mobiliários; e (iii) em seu Anexo II, que o edital contenha os mesmos elementos exigidos na regulamentação própria da CVM para o anúncio de início de distribuição dos valores mobiliários da mesma espécie dos ofertados no âmbito da oferta pública de aquisição de ações;
5. Ao estabelecer tais requisitos, a Instrução CVM 361/02 reconhece que uma oferta pública de aquisição de ações por meio de permuta de valores mobiliários envolve uma genuína distribuição de valores mobiliários em sua "ponta vendedora", merecedora da mesma tutela informacional exigida pela Instrução CVM 400/03 para as típicas ofertas públicas de distribuição, justamente por seu potencial de disseminar uma determinada espécie ou classe de valores mobiliários entre o público em geral;
6. Desse modo, as ofertas públicas de aquisição de ações por meio de permuta não se sujeitam ao regime de registro previsto na Instrução CVM 400/03, na medida em que possuem requisitos e regime de registro próprios, nos termos da Instrução CVM 361/02, ficando garantida, portanto, a função instrumental do registro (qual seja a garantia da adequada prestação informacional), ainda que sobre a égide de outra regulamentação;
7. O fato de as ofertas públicas de aquisição de ações por meio de permuta não se sujeitarem ao regime de registro previsto na Instrução CVM

400/03 não as descaracteriza enquanto operações de distribuição pública de valores mobiliários, pois as mesmas envolvem oferta de venda de valores mobiliários (os BDRs da Requerente) por meio de um anúncio público (o Edital da OPA) destinado ao público em geral, ainda que individualizado em uma determinada classe, categoria ou grupo de pessoas (acionistas da Tam S.A., que não possuem qualquer relação prévia com a Requerente), nos termos dos §§ 1º e 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e do §1º do art. 3º da Instrução CVM 400/03;

8. A operação de distribuição pública de valores mobiliários é isenta de registro nos termos da Instrução CVM 400/03, uma vez que a mesma já está sujeita a registro por força da Instrução CVM 361/02 e, portanto, submetida ao escrutínio do poder de polícia da CVM;
9. Desse modo, com base nos argumentos acima, entende que, no caso em tela, uma vez reconhecido que a OPA constitui uma genuína distribuição pública de valores mobiliários, os BDRs da Requerente ofertados no âmbito da mesma devem ser caracterizados como Nível III, nos termos do art. 3º, §1º, III da Instrução CVM 332/00;
10. E por fim, caso a CVM entenda que o referido programa não é Nível III, não haverá problema para retificar a autorização da BM&FBOVESPA para Nível II."

Nossas Considerações (GER-1 e GER-2)

Considerações da GER-1 sobre o pleito de procedimento diferenciado de OPA

Destacamos, inicialmente, que a presente oferta envolve três tipos de valores mobiliários, sob influência direta de regras e performances observadas em mercados de três diferentes países, quais sejam: (a) as ações objeto (ações de TAM), negociadas no mercado brasileiro; (b) os ADR de TAM, negociados no mercado norte americano; e (c) os BRD de LAN, representativos de ações negociadas no mercado chileno.

Assim, entendemos que a OPA em tela enquadra-se nas "situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações (...) com procedimento diferenciado, (...) para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos", nos seguintes termos do inciso I do § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361:

"Art.34, §1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes:

(...)

V - de tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM."

(i) Quanto à possibilidade de o acionista objeto não poder manifestar-se no leilão, mas até às 18:00 horas do dia anterior

Sobre esse ponto, destacamos a seguinte redação constante dos itens 5.7 e 6.6 do edital da OPA:

"5.7 Consequências da Aceitação da Oferta. A aceitação da Oferta por um Acionista Habilitado será considerada irrevogável e efetiva a partir das 18h00 (horário de São Paulo) de [] de [] de 2012, dia útil imediatamente anterior à Data do Leilão, de modo que a aceitação da Oferta implicará na obrigação do respectivo aceitante de entregar à LAN as Ações objeto da aceitação, na forma e nos termos previstos neste Edital." ; e

*"6.6 Alteração, Cancelamento e Confirmação da Oferta. Até às 18h00 (horário de São Paulo) de [] de [] de 2012, último dia útil imediatamente anterior à Data do Leilão, a Itaú Corretora e/ou outras sociedades corretoras representantes dos Acionistas Habilitados poderão cancelar ou reduzir as ofertas registradas, após o que as ofertas serão consideradas irrevogáveis e irretroatáveis. **Nenhuma oferta poderá ser registrada, alterada ou cancelada após às 18h00 de [] de [] de 2012, dia útil imediatamente anterior à Data do Leilão.**" (grifo deles)*

Já o art. 12 da Antiga Instrução CVM 361 trata de leilão de OPA, nos seguintes termos:

"Art. 12. A OPA será necessariamente efetivada em leilão na bolsa de valores, ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação, ou, caso não o sejam, em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, à livre escolha do ofertante.

§1º A aceitação ou não da OPA dar-se-á no leilão, o qual será realizado no prazo mínimo de 30 (trinta) e máximo de 45 (quarenta e cinco) dias, contados da data da publicação do edital, e obedecerá às regras estabelecidas pela bolsa de valores ou pela entidade do mercado de balcão organizado responsável pelo leilão.

§2º O leilão adotará procedimentos que assegurem necessariamente:

I – a possibilidade de elevação do preço a ser pago pelas ações durante o leilão, estendendo-se o novo preço a todos os acionistas aceitantes dos lances anteriores, observada a diferenciação de preços entre as diversas classes ou espécies de ações, se houver, e a possibilidade de elevação do preço apenas para uma ou algumas classes ou espécies de ações; e

II – a possibilidade de interferências compradoras, as quais poderão abranger lote de ações inferior ao objeto da OPA, procedendo-se ao rateio, salvo na OPA para cancelamento de registro e por aumento de participação, na qual as interferências deverão ter por objeto o lote total;

(...)

§4º Quando se tratar de OPA sujeita a registro perante a CVM, as interferências compradoras somente poderão ser realizadas por interferente que tenha registrado OPA concorrente junto à CVM, conforme as regras do art. 13, e ressalvado o disposto no art. 32 quanto à OPA para aquisição de controle." (grifos nossos)

Como se verifica, a previsão constante do edital se constitui em inobservância ao dispositivo normativo supramencionado, ao limitar a liberdade que o acionista objeto da OPA teria de rever sua posição de aceitação da oferta no leilão, uma vez que, nos termos do item 5.7 do edital, "[a] aceitação da Oferta por um Acionista Habilitado será considerada irrevogável e efetiva a partir das 18h00 (horário de São Paulo) (...) [do] dia útil imediatamente anterior à Data do Leilão".

De fato, tal procedimento impede a ocorrência de duas situações previstas no referido dispositivo: (i) que a "aceitação ou não da OPA [se dê] no leilão"; e (ii) "a possibilidade de elevação do preço a ser pago pelas ações durante o leilão, estendendo-se o novo preço a todos os acionistas aceitantes dos lances anteriores".

Entretanto, no que tange à possibilidade de interferência compradora e OPA concorrente, o edital já prevê em seus itens 6.3 e 6.4:

"6.3 Interferência no Leilão. Será permitida a interferência compradora pelo lote total de Ações no Leilão, desde que o interferente tenha obtido previamente o registro perante a CVM de oferta concorrente. O valor da primeira interferência deverá ser pelo menos 5% superior ao preço pago por cada Ação e o interferente deverá ter atendido as demais exigências aplicáveis a ofertas concorrentes constantes da Instrução CVM 361.

6.4 Renúncia à Possibilidade de Elevação do Preço. A Holdco II renuncia ao direito de elevar o Preço da Oferta durante o Leilão, de modo que em caso de interferência compradora no Leilão, a Ofertante desistirá da Oferta."

Dessa forma, uma vez que as Ofertantes renunciavam antecipadamente a possibilidade de elevação de preço durante o leilão, mesmo por conta de eventual interferência compradora, deixando claro que, nesse caso, desistem da oferta, entendemos que o objetivo pretendido pela norma ao prever que a "aceitação ou não da OPA [se dê] no leilão", com "a possibilidade de elevação do preço a ser pago pelas ações durante o leilão, estendendo-se o novo preço a todos os acionistas aceitantes dos lances anteriores", perde o seu efeito prático para o caso concreto.

Há que se ressaltar, ainda, a despeito do procedimento de aceitação ou não da OPA descrito acima, que o acionista objeto poderá rever sua posição, no caso de as Ofertantes renunciarem às condições estabelecidas para sua efetivação, de acordo com o item 4.2.c do edital, melhor discutido abaixo.

Pelos motivos mencionados, então, não vemos óbice a que a aceitação da oferta por parte de seu acionista objeto seja "considerada irrevogável e efetiva a partir das 18h00 (horário de São Paulo) (...) [do] dia útil imediatamente anterior à Data do Leilão", nos termos constantes do item 5.7 do edital.

(ii) Quanto ao procedimento para renúncia a condição estabelecida para efetivação da OPA

O art. 5º da Antiga Instrução CVM 361 assim tratava da modificação da OPA, em caso de renúncia a condição estabelecida pela ofertante:

"Art. 5º Quando se tratar de OPA sujeita a registro, a sua modificação ou revogação, após a publicação do edital, dependerá de prévia e expressa autorização da CVM, observados, no primeiro caso, os requisitos exigidos para os pedidos de registro previstos no art. 9º."

A redação constante de seu § 4º já considerava que "renúncia, pelo ofertante, a condição por ele estabelecida para a efetivação da OPA" era caso de modificação de oferta que dependia de prévia autorização da CVM, nos seguintes termos:

"Art. 5º, §4º Quando se tratar de modificação de OPA por melhoria da oferta em favor dos destinatários, ou por renúncia, pelo ofertante, a condição por ele estabelecida para a efetivação da OPA, presumir-se-á deferido o pedido caso não haja manifestação da CVM no prazo de 10 (dez) dias, contados do protocolo."

Embora a nova regra, trazida pela Instrução CVM 487, não seja aplicável ao caso concreto, pelos motivos já esclarecidos acima, vale a seguinte citação de parte de seu art. 5º, para que se observe a evolução desse tema:

"Art. 5º Após a publicação do instrumento de OPA, nos termos do art. 11, sua modificação ou revogação será admitida:

I – em qualquer modalidade de OPA, independentemente de autorização da CVM, quando se tratar de modificação por melhoria da oferta em favor dos destinatários, ou por renúncia, pelo ofertante, a condição por ele estabelecida para a efetivação da OPA;

(...)

§3º A modificação da OPA exigirá publicação de aditamento ao edital, com destaque para as modificações efetuadas e com a indicação da nova data para realização do leilão, a qual deverá observar os seguintes prazos:

I – prazo mínimo de 10 (dez) dias, nos casos de aumento do preço da oferta ou renúncia a condição para efetivação da OPA, ou 20 (vinte) dias, nos demais casos, contados da publicação do aditamento;

II – prazo máximo de 30 (trinta) dias contados da publicação do aditamento ou 45 (quarenta e cinco) dias contados da publicação do edital, o que for maior."

Comparando as duas regras, vê-se que, pela antiga, a ofertante só podia considerar autorizada a modificação da oferta, por conta de sua renúncia às condições estabelecidas para a efetivação da OPA, mediante expressa autorização da CVM ou caso não houvesse manifestação da CVM no prazo de 10 dias, contados do protocolo do pedido, não havendo, contudo, previsão de prazo mínimo para a realização de novo leilão.

Já pela nova regra, uma OPA pode ser modificada "[independe] de autorização da CVM, quando se tratar de (...) renúncia, pelo ofertante, a condição por ele estabelecida para [sua] efetivação". Por outro lado, a nova data de realização do leilão deve observar o prazo mínimo de 10 dias da data do leilão original.

No caso concreto, a OPA está sujeita "a condições, cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas" (art. 4º, VIII, da Instrução CVM 361), conforme consta de seu edital (item 4 e subitens).

Não obstante, o edital já adianta que tais condições poderão ser renunciadas pelas Ofertantes, até às 9 horas e 30 minutos (horário de São Paulo) do dia do leilão, situação em que será publicado fato relevante, comunicando tal alteração, e dando a possibilidade de os aceitantes da oferta reverem sua posição, conforme se verifica na seguinte redação constante do item 4.2.c) do edital:

"Item 4.2.c) se a Notificação de Condição da LAN ou a Notificação de Condição da TAM contiverem renúncia às condições impostas pela LAN e pela TAM para a realização da Oferta, até às 9h30 (horário de São Paulo), será divulgado um fato relevante pelo sistema IPE, seguido de sua publicação em jornal de grande circulação no dia seguinte, com destaque para as modificações efetuadas, prorrogando o prazo da Oferta em 10 (dez) dias corridos, informando o procedimento para que os aceitantes possam reavaliar sua decisão de aceitação da Oferta ou para que novos acionistas aceitem a Oferta e a nova data do Leilão."

Como se verifica acima, o tema da modificação da oferta, por conta de renúncia a condição estabelecida pela ofertante: (i) já era presumido como deferido pela Antiga Instrução CVM 361, nos casos em que a CVM não se manifestasse no prazo de 10 dias, contados do protocolo de seu pleito; e (ii) evoluiu pela Nova Instrução CVM 361, sendo dispensado de pleito junto à CVM, devendo a ofertante, contudo, publicar "aditamento ao edital, com destaque para as modificações efetuadas e com a indicação da nova data para realização do leilão, a qual deverá observar (...) prazo mínimo de 10 (dez) dias (...)".

Ademais, há que se ressaltar que a aceitação da oferta, outrora considerada "irrevogável e efetiva a partir das 18h00 (horário de São Paulo) (...) [do] dia útil imediatamente anterior à Data do Leilão", poderá ser revista pelo acionista objeto, caso as Ofertantes renunciem a alguma condição estabelecida.

Por esses motivos, não vemos óbice à adoção do procedimento descrito no item 4.2.c) para o caso de as Ofertantes renunciarem a qualquer condição estabelecida para a realização do leilão.

(iii) Quanto ao critério de atribuição de preço para as Ações TAM, visando a eventos subsequentes.

Sobre esse tema, cabe destacar o seguinte disposto no inciso III do § 2º do art. 33 da Instrução CVM 361:

"Art. 33, §2º O instrumento da OPA de que trata este artigo também conterà:

(...)

III - o preço em reais, calculado segundo a relação de troca proposta, que será utilizado para os efeitos das declarações de que trata o inciso I do art. 10, se for o caso."

Com vistas a atender ao dispositivo supra e aos arts. 10, § 2º (put), e 25-A (squeeze out) da Instrução CVM 361, bem como para o tratamento a ser dado ao acionista objeto, como faça jus a receber fração de BDR LAN, o edital de OPA define o preço em reais das ações objeto como sendo o "preço de fechamento das ações preferenciais de emissão da TAM na BM&FBOVESPA no dia útil imediatamente anterior à Data do Leilão (...) ("Preço de Fechamento TAM")", nos seguintes termos do item 3.2 do edital:

"3.2 Atribuição de Preço em Reais. Para efeitos do disposto no artigo 4º, inciso V, bem como do artigo 33, parágrafo 2º, inciso III, da Instrução CVM 361, a Holdco II atribui para cada Ação o valor equivalente ao preço de fechamento das ações preferenciais de emissão da TAM na BM&FBOVESPA no dia útil imediatamente anterior à Data do Leilão (conforme publicado no website da BM&FBOVESPA, www.bmfbovespa.com.br, ou, se indisponível, conforme publicado por outra fonte autorizada) ("Preço de Fechamento TAM"), aplicando-se uniformemente esse preço para todas as classes e espécies de ações objeto desta Oferta, que será utilizado ainda para os fins mencionados nos itens 3.3, 6.7.1(a), 7.1 e 7.2 abaixo."

Uma vez que a presente OPA visa ao cancelamento de registro de TAM, a atribuição de preço às suas ações, da forma prevista no item 3.2 do edital acima, para efeito dos eventos nele mencionados, poderia suscitar dúvida quanto à observância ao seguinte disposto no § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76, no que diz respeito à definição de "preço justo":

"Art. 4º, § 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A."

Por conta disso, cabe ressaltar nosso entendimento de que, por se tratar de OPA de permuta, cuja relação de troca proposta (0,9 BDR LAN para 1 Ação TAM) foi confirmada pelos valores econômicos atribuídos às companhias, conforme calculados pelos seus respectivos fluxos de caixa descontados, em laudos de avaliação, a atribuição de preço às Ações TAM, para os fins previstos no item 3.2 do edital, não fere o dispositivo legal, o qual se encontra devidamente atendido na presente oferta.

Nesse sentido, observamos que os valores mobiliários envolvidos em seus respectivos mercados estão sujeitos a variações, maiores ou menores, casadas ou não, de modo que o critério de atribuição de preço para as Ações TAM, da forma prevista no item 3.2 do edital, encontra-se mais adequado do que a simples fixação do preço indicado pelo fluxo de caixa descontado, para os fins ali previstos, sobretudo se considerarmos as seguintes alegações trazidas pelas Ofertantes, com as quais concordamos:

"... a preocupação das Ofertantes é de que a fixação do preço no momento da publicação do Edital possibilite o descasamento entre o preço da Oferta e o preço dos valores mobiliários de TAM e LAN no momento do fechamento da Oferta, o que daria margem à especulação. Com efeito, temem as Ofertantes que investidores pautem sua decisão de investimento não pelo benefício esperado em razão da associação entre as companhias, mas sim pelo fato de que, ao não aderir, poderiam receber (alienando ações da TAM à LATAM no período posterior à oferta) um valor em dinheiro superior ao valor dos BDRs da LAN que receberiam se aderissem."

(iv) Quanto à dispensa de prospecto da oferta pública de distribuição de BDR LAN.

O inciso II do § 2º do art. 33 da Instrução CVM 361 dispõe:

"Art. 33. Qualquer oferta pública que envolva permuta por valores mobiliários, inclusive as ofertas mistas e alternativas (art. 6º, III e § 1º), dependerá de registro perante a CVM, na forma do art. 9º, observando-se, ademais, as regras dos arts. 4º a 8º e 10 a 12.

§2º O instrumento da OPA de que trata este artigo também conterà:

(...)

II - as informações sobre a companhia emissora dos valores mobiliários ofertados, na mesma forma exigida pela CVM para a distribuição pública de valores mobiliários."

Da leitura desse dispositivo, o Colegiado da CVM já firmou entendimento da necessidade de apresentação de prospecto em OPA de permuta, como se observa na seguinte redação constante da decisão datada de 18/06/2002, no âmbito da OPA para cancelamento de registro de Bahia Sul Celulose S.A. (Processo CVM RJ-2002-1759):

"Trata-se do pedido de cancelamento de registro como companhia aberta da Bahia Sul Celulose S.A. ("Bahia Sul"), por parte da Companhia Suzano de Papel e Celulose S.A. ("Suzano"). A Suzano, que é controladora da Bahia Sul, fará a oferta obrigatória para cancelamento de registro por meio de permuta de ações de sua própria emissão. (...)

Sobre a necessidade de apresentação de prospecto, o Colegiado, à unanimidade, manifestou o entendimento de que as informações ali contidas propiciam aos acionistas da empresa, a que se refere a OPA, os elementos necessários a uma

tomada de decisão criteriosa e bem informada quanto à permuta de suas ações. Considerando que a adoção do princípio da ampla divulgação de informações recomenda a apresentação do prospecto, esta não deveria ser afastada, de modo a assegurar que as negociações, que com fundamento nele se processam, possam situar-se em bases mais equitativas".

Por conta desse entendimento, a presente OPA de permuta talvez devesse contar com a elaboração de prospecto referente à oferta pública de distribuição de BDR de LAN, independentemente de seu nível (II ou III), uma vez que o mesmo deriva de um dispositivo previsto na norma específica da OPA, a Instrução CVM 361, que, nesse caso, prevaleceria sobre a norma específica dos BDR (Instrução CVM 332).

Por outro lado, com a edição da Instrução CVM 480, é exigida a apresentação de formulário de referência, para determinadas categorias de companhias registradas na CVM, como é o caso dos emissores estrangeiros.

Esse formulário, cujas informações mínimas sobre a companhia são previstas no Anexo 24 da Instrução CVM 480, deve ser atualizado pela companhia periodicamente e disponibilizado para conhecimento público.

Tal publicidade deve contemplar informações sobre os valores mobiliários emitidos pela companhia que, quando for estrangeira, deverá observar, ainda, o seguinte disposto no item 4.8 do Anexo 24 da Instrução CVM 480:

"4.8 Em relação às regras do país de origem do emissor estrangeiro e às regras do país no qual os valores mobiliários do emissor estrangeiro estão custodiados, se diferente do país de origem, identificar:

a. restrições impostas ao exercício de direitos políticos e econômicos;

b. restrições à circulação e transferência dos valores mobiliários;

c. hipóteses de cancelamento de registro;

d. outras questões do interesse dos investidores"

Ademais, em atendimento às nossas exigências, foram inseridas informações sobre os riscos da oferta pública de distribuição dos BDR no edital da OPA (item 10), deixando mais transparentes as características dos valores mobiliários ofertados em permuta, a relação entre tais valores mobiliários e as ações objeto da OPA, bem como a relação entre as companhias envolvidas, TAM e LAN.

Com essas características (advento do formulário de referência e inserção dos fatores de risco da oferta de distribuição no edital da OPA), entendemos que se encontram satisfeitas as preocupações observadas na decisão do Colegiado da CVM supramencionada, quando concluiu pela necessidade de elaboração de prospecto para ofertas de permuta dessa natureza, a fim de que os acionistas objeto da OPA sejam dotados de "*elementos necessários a uma tomada de decisão criteriosa e bem informada quanto à permuta de suas ações*", assegurando-lhes que suas negociações "*possam situar-se em bases mais equitativas*".

Somos, então, favoráveis à dispensa da elaboração de prospecto para a OPA em tela, bem como para qualquer OPA de permuta que observe às características aqui descritas.

Considerações da GER-2

(v) Quanto ao pleito da Requerente para caracterização do programa de BDR LAN no Nível II

Nos termos da Instrução CVM 332/00, o programa de BDR Nível III é caracterizado pela presença de distribuição pública no mercado [\[5\]](#). A mesma Instrução [\[6\]](#) exige ainda que, para o caso de BDR Nível III, sejam cumpridas as determinações da Instrução CVM 400/03.

Como o programa de BDR da LAN está inserido no âmbito de uma OPA de permuta, não se pode afastar a existência de uma oferta pública de venda. Esta, contudo, advém de uma OPA, onde são empreendidos principalmente esforços de compra de ações direcionados somente aos atuais acionistas da TAM.

Ademais, a criação desse programa de BDR tem como objetivo único possibilitar a liquidação da compra de ações em circulação da TAM através de uma permuta por BDR, cujos ativos subjacentes são ações ordinárias da LAN.

Entretanto, apesar desse objetivo específico para liquidação da OPA, não deixa de haver, no programa de BDR da LAN, uma "ponta vendedora" e o direcionamento ao público em geral, sob a forma de uma categoria ou grupo de pessoas, *ainda que individualizadas nesta qualidade*[\[7\]](#), quais sejam os atuais acionistas da TAM.

Dessa forma, o programa de BDR da LAN está, por força de sua vinculação à OPA de permuta, necessariamente associado a uma distribuição pública no mercado, ao contrário do que alega a Requerente e, portanto, deve ser classificado como Nível III.

Quanto à afirmação da BM&FBOVESPA de que a oferta pública (OPA) de permuta não se sujeita à regulamentação da Instrução CVM 400/03, discordamos desse entendimento, uma vez que a oferta de venda deve seguir alguns dispositivos dessa Instrução.

Além disso, a alegação supracitada da Bovespa, para os casos de permuta envolvendo registro de programa de BDR, vai de encontro à exigência contida no art. 5º, inciso X da Instrução CVM 332/00, de que programas de BDR Nível III devem seguir as prerrogativas da Instrução CVM 400/03.

Todavia, ao caracterizarmos o programa de BDR da LAN como Nível III, não seria razoável exigir da Requerente a apresentação de Prospecto e o cumprimento do ritual completo da Instrução CVM 400/03, uma vez que a essência desta operação não é a de uma ampla distribuição pública nos moldes dessa Instrução.

Além disso, o Edital de OPA e o Laudo de Avaliação apresentam a maioria das informações que estariam disponíveis em um Prospecto de Oferta Pública, com poucas exceções, como os Fatores de Risco.

A esse respeito, esta SRE exigiu [\[8\]](#) a inclusão de algumas informações ao Edital da OPA que julgamos importantes para resguardar os interesses do público investidor, dentre elas, os Fatores de Risco da operação, a inclusão por referência das Demonstrações Financeiras e Formulários de Referência da LAN e da TAM e o número de registro do programa de BDR.

Desse modo, acreditamos que a inclusão das informações acima no Edital da OPA assegura a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através da ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre o programa e a LAN.

Assim, somos favoráveis à dispensa dos requisitos da Instrução CVM 400/03 que dão publicidade à oferta como o Prospecto e o Anúncio de Início de Distribuição, substituídos pelo Edital da OPA, e o Anúncio de Encerramento de Distribuição, substituído pela comunicação do resultado do leilão à CVM por parte dos Ofertantes, o que é parte da rotina de uma OPA.

Com relação ao argumento da LAN sobre as ofertas de permuta precedentes, temos as seguintes considerações:

Em 2008, a Cosan Limited utilizou Prospecto ao formular OPA de permuta [9] com o objetivo de adquirir ações ordinárias da Cosan S.A. Indústria e Comércio mediante permuta por BDR Nível III de sua emissão. Entretanto, o seu programa de BDR Nível III já havia sido previamente registrado em 2007[10], uma vez que a Cosan Limited pretendia realizar oferta de ações no exterior, concomitante à oferta de BDRs no Brasil. Desse modo, não podemos considerar esse precedente como parâmetro.

Quanto à obrigatoriedade de apresentação do Prospecto, entendemos que a mesma decorreu da não existência do Formulário de Referência à época.

Conclusão

Antes de apresentarmos nossa conclusão, cabe ressaltar que nossa análise acima descrita foi feita com base em documentação protocolada pelas Ofertantes na CVM até 26/04/2012.

Entretanto, as Ofertantes protocolaram, na presente data, nova minuta de edital da OPA, com alterações em relação à última versão protocolada, sob a alegação de adequarem o mesmo às exigências formuladas pela BM&FBovespa.

Esta área técnica verificou que as referidas alterações não modificam os termos da operação em tela, tão pouco o teor do entendimento já manifestado no item "Nossas Considerações" acima.

Assim, por todo o exposto, propomos o encaminhamento dos Processos em referência ao SGE, para que sejam submetidos à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1/GER-2 como relatora do caso, ressaltando que somos favoráveis:

- (i) a que o acionista objeto da OPA manifeste-se até às 18:00 horas do dia anterior ao leilão;
- (ii) ao procedimento previsto para renúncia a condição estabelecida para efetivação da OPA, em que as Ofertantes divulguem *"um fato relevante pelo sistema IPE, seguido de sua publicação em jornal de grande circulação no dia seguinte, com destaque para as modificações efetuadas, prorrogando o prazo da Oferta em 10 (dez) dias corridos (a partir da data da renúncia), informando o procedimento para que os aceitantes possam reavaliar sua decisão de aceitação da Oferta ou para que novos acionistas aceitem a Oferta e a nova data do Leilão"*;
- (iii) ao critério de atribuição de preço para as Ações TAM, visando a eventuais obrigações subsequentes, como no caso da *put*, do *squeeze out* e do tratamento a ser dado ao acionista objeto que fizer jus a receber fração de BDR LAN;
- (iv) à dispensa de elaboração de prospecto para os BDR LAN no caso concreto, e em futuras OPA de permuta com valores mobiliários, desde que observadas às características constantes da presente oferta (que a companhia emissora dos valores mobiliários ofertados em permuta esteja devidamente atualizada junto à CVM, o que inclui a disponibilização de seu formulário de referência, e que o edital da OPA disponha sobre os riscos da oferta de distribuição); e
- (v) ao enquadramento do programa de BDR LAN no Nível III, com a dispensa do cumprimento de requisitos previstos na Instrução CVM 400/03 que dão publicidade à oferta como o Prospecto e os Anúncios de Início e Encerramento de Distribuição.

Atenciosamente,

(original assinado por)
Ricardo Maia da Silva
Gerente de Registros - 1

(original assinado por)
Alexandre Pinheiro Machado
Gerente de Registros - 2

Ao SGE, de acordo com manifestação das GER-1 e GER-2.

(original assinado por)
Felipe Claret da Mota

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[1] OPA da Cosan Limited/Cosan S.A. registrada sob o número CVM/SRE/OPA/VOL/2008/001 e OPA da MMX/PortX registrada sob o número CVM/SRE/OPA/VOL/2011/001.

[2] Os precedentes citados são as OPAs por permuta da Cosan Limited/Cosan S.A. Indústria e Comércio em 2008 e da MMX/PortX Operações Portuárias S.A. em 2011.

[3] Instrução CVM 361/02, art. 33, § 2º.

[4] Em 27 de fevereiro de 2012, a BM&FBovespa deferiu, por meio do Ofício GAE 459/12, o registro da Requerente para negociação em bolsa dos certificados de depósito de valores mobiliários – BDR patrocinado Nível III - com lastro em ações ordinárias de sua emissão, condicionado à obtenção do registro do Programa junto à CVM.

[5] Instrução CVM 332/00, art. 3º, § 1º, inciso III, alínea a que diz: "III - BDR Patrocinado Nível III - caracteriza-se por: (...) a) distribuição pública no mercado;"

[6] Instrução CVM 332/00, art. 5º, inciso X que diz: "X - especificamente para o caso de BDR Nível III, será exigido, ainda, o cumprimento da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, e demais normas da CVM aplicáveis à distribuição dos valores mobiliários, objeto do programa."

[7] Instrução CVM 400/03, art. 3º, § 1º que diz: "Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora."

[8] As exigências de acréscimo de informações importantes ao Edital da OPA foram feitas por meio do Ofício conjunto de Comunicação de Exigências de nº CVM/SRE/SEP/Nº12.

[9] O registro da OPA de permuta da Cosan S.A. Indústria e Comércio foi deferido em 27/02/2008.

[\[10\]](#) O registro da Oferta Pública de Distribuição de BDRs da Cosan Limited no Brasil foi deferido em 17/08/2007 sob o número CVM/SRE/REM/2007/052.