

Interessado: JBS S.A.

Diretor Relator: Sérgio Weguelin

## RELATÓRIO

### Sumário

1. Trata-se de consulta da JBS S.A. ("JBS") sobre a possibilidade de alienação privada de ações de sua emissão em tesouraria, com base no art. 30 da Lei 6404/76 e no art. 23 da Instrução CVM 10/80.

#### **Primeira Manifestação da JBS**

2. Em 30.04.08, a JBS protocolou junto a CVM pedido de autorização especial para a alienação privada de ações de emissão da companhia mantidas em tesouraria. (1)
3. A referida alienação tem por motivo um contrato celebrado entre a JBS e a National Beef Packing Company, LCC ("National Beef")(2), no qual a primeira obrigou-se a adquirir a totalidade da participação societária do capital social da segunda.
4. De forma a efetuar a aquisição, a JBS pretende utilizar a totalidade de ações de sua emissão mantidas em tesouraria como parte do pagamento das ações da National Beef, conforme deliberado e aprovado em Reunião do Conselho de Administração e em Assembléia Geral Extraordinária ("AGE"), realizada em 11 de abril de 2008 (3).
5. Na referida AGE, foram também aprovadas, além da aquisição da National Beef, as aquisições do controle societário da Smithfield Beef Group Inc. e do Grupo Tasman, mediante compra em dinheiro de 100% do capital social dessas empresas. Ressalte-se que todas as aquisições deliberadas foram aprovadas em conjunto com os respectivos laudos de avaliação.
6. Para fazer frente às referidas aquisições, os acionistas aprovaram um novo aumento do capital social da companhia, a ser realizado por subscrição privada de ações ordinárias.
7. Razão do presente pedido, a aquisição da National Beef efetuar-se-ia, em síntese, com a transferência das ações da JBS mantidas em tesouraria para parte dos acionistas da National Beef, enquanto o restante receberia o pagamento em dinheiro(4).
8. Nos termos do contrato firmado entre a JBS e a National Beef, o valor a ser atribuído às ações de emissão da JBS mantidas em tesouraria será determinado com base na média ponderada por volume de negociações das cotações de fechamento das ações ordinárias da JBS, apuradas nos vinte pregões da Bolsa de Valores de São Paulo ("Bovespa") imediatamente anteriores à data de fechamento da operação.
9. O preço por ação alcançado seria convertido em dólares norte-americanos, de acordo com a taxa média de compra e venda divulgada pelo Banco Central do Brasil.
10. Na consulta, a JBS afirma que possui 16.606.100 ações ordinárias de sua emissão em tesouraria, sendo que, nos termos do programa de recompra de ações aprovado na Reunião do Conselho de Administração de 10.12.2007, foi autorizada a aquisição de até 39.230.164 ações de emissão da companhia para permanência em tesouraria. Segundo a companhia, o saldo de ações em tesouraria seria suficiente para suportar a aquisição da National Beef.
11. Quanto às normas atinentes a matéria, a JBS afirma que, nos termos do art. 30, §1º, alíneas b e c da Lei 6404/76, é permitido à companhia alienar ações de sua própria emissão adquiridas para permanência em tesouraria.
12. Esta operação é regulada pela Instrução CVM 10/80, e de acordo com o art. 9º deste normativo, a alienação deve ser efetuada em bolsa de valores, salvo se a companhia só mantiver registro em mercado de balcão.
13. Não obstante, o art. 23(5) excepciona essa regra, ao estabelecer que a CVM pode, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com ações de própria emissão que não se ajustarem às normas da Instrução CVM 10/80.
14. Para fins do disposto no art. 23, a JBS entende que a existência do contrato de aquisição da National Beef configuraria uma situação especial e plenamente circunstanciada, razão pela qual a CVM deveria autorizar a pleiteada alienação.
15. Em reforço de seu entendimento, a JBS ressaltou que o pagamento em ações de sua própria emissão é de interesse dos seus acionistas da companhia, na medida em que: (i) reafirma a crença dos vendedores da National Beef na valorização dessas ações; e (ii) cria uma forma de aquisição de um ativo relevante sem que haja diluição dos atuais acionistas.
16. Pelo exposto, a JBS requer a autorização especial da CVM para a alienação privada da totalidade de ações de sua própria emissão mantidas em tesouraria à época, nos termos do art. 23 da Instrução CVM 10/80.

#### **Posição da Superintendência de Relações com Empresas**

17. Em 29.05.08, a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") manifestou-se sobre a consulta, informando inicialmente que, de acordo com o IAN/06 e DFP/07 da JBS, a companhia não tem ações em tesouraria. Porém, informou que na Reunião do Conselho de Administração realizada em 10.12.07, foi aprovada a recompra de até 39.230.164 ações para permanência em tesouraria.

18. Destacou ainda que, na AGE em que foi aprovada a utilização das ações mantidas em tesouraria, também foi aprovado o aumento do capital social da companhia mediante subscrição privada de novas ações ordinárias, com extensão do direito de preferências aos já acionistas.
  19. O método aprovado pela AGE para a precificação dessas novas ações foi o da aferição do valor da ação a partir do resultado da base média das cotações de fechamento das ações ordinárias da JBS, apuradas nos pregões compreendidos entre 16.08.07 e 15.02.08.
  20. De acordo com a SEP, a diferença entre o referido método e aquele definido para a precificação das ações mantidas em tesouraria resultaria em valores díspares para a mesma ação, respectivamente R\$ 7,07 e R\$ 6,86, tomando-se como base para chegar a este último valor a data da AGE que aprovou a aquisição da National Beef (11.04.08).
  21. Assim, a JBS alienaria suas ações na subscrição privada por um valor maior àquele alcançado para fins de transferência dessas ações aos acionistas da National Beef, o que resultaria em uma diluição dos acionistas da JBS em benefício dos novos sócios, ressalvada a imaterialidade da diferença obtida.
- 22.** Sobre o tema, a SEP trouxe recente decisão do Colegiado [\(6\)](#), cujo trecho destacado segue abaixo:

*"Entendo que a obrigação das requerentes de pagar o preço pré-estabelecido em contrato firmado com as partes vendedoras é inequívoca, líquida e certa, nos termos da documentação apresentada para análise. Entretanto, tal obrigação está em conflito evidente com a regulamentação aplicada".*

*"O Colegiado ponderou o fato de a Instrução 10/80 vedar expressamente a negociação privada a preço superior ao de mercado (art. 12) e de que essa vedação, que assegura tratamento equitativo entre os acionistas da companhia, raramente é excepcionada. No entendimento do Colegiado, o fato de a companhia ter celebrado um contrato que a obriga a adquirir as ações a preço superior ao de mercado não afasta a aplicação de uma norma que já se encontrava em vigor quando o contrato foi celebrado. Por essa razão, após debater o assunto, o Colegiado, por unanimidade, deliberou negar o pedido de autorização de negociação privada de ações formulado por Suzano Papel e Celulose S.A. em conjunto com Votorantim Celulose e Papel S.A."*

23. Porém, em sua conclusão, a SEP afirmou não ter vislumbrado óbice quanto à realização da operação.

#### **Segunda Manifestação da JBS**

24. Em 19.06.08, a JBS protocolou nova manifestação junto a CVM, de forma a esclarecer dois pontos questionados pela SEP, quais sejam, (i) o número de ações mantidas em tesouraria; e (ii) o valor a ser atribuído às ações da JBS a serem utilizadas para o pagamento em ações.
25. Quanto ao primeiro, a JBS informou que possui atualmente 19.650.100 ações ordinárias de sua emissão em tesouraria, conforme formulário eletrônico IAN/07 enviado pela companhia.
26. O segundo ponto teria por base o fato da SEP ter assumido que o fechamento da operação já teria ocorrido quando da aprovação da aquisição da National Beef pela AGE, em 11.04.08.
27. De acordo com a JBS, como as condições precedentes não foram concluídas, não teria ocorrido ainda o fechamento da operação, motivo pelo qual, ao contrário do que entendeu a SEP, não se poderia considerar a data da AGE como a data de fechamento.
28. Por esse motivo, não seria correta a afirmação de que a JBS alienaria suas ações aos vendedores da National Beef por um valor inferior ao utilizado no aumento de capital, visto que o referido valor só seria conhecido em data futura e incerta.
29. Além disso, não haveria diluição injustificada de acionistas, pois as ações da JBS seriam transferidas aos vendedores da National Beef a preço de mercado; e porque as operações comparadas pela SEP são de períodos diferentes.
30. Prestados os esclarecimentos, a companhia ratificou o seu pedido de autorização especial para a alienação privada de ações de emissão da companhia mantidas em tesouraria.

#### **VOTO**

1. A Lei 6.404/76 disciplina a negociação, pelas sociedades anônimas, de ações de sua própria emissão, visando, dentre outros objetivos, preservar o tratamento equitativo entre a companhia (e por extensão seus acionistas) e a sua contraparte.
  2. No entanto, a Lei não pressupõe que a consecução deste objetivo passe, necessariamente, pela realização das operações em bolsas de valores. Esta exigência decorre de regulamentação da CVM, que acredita ser este um modo apropriado de revestir tais operações de maior visibilidade e mais eficiente formação de preços.
  3. Sendo uma determinação da CVM, é possível que a própria CVM venha a dispensá-la – o que, aliás, se reconhece expressamente no próprio normativo que prevê a negociação em bolsa de valores – desde que não se comprometa o tratamento equitativo que a Lei das S.A quis resguardar.
  4. E este parece ser o caso da operação para a qual a JBS vem requerer autorização. Apesar de cursada fora de bolsa de valores, as ameaças de privilégios que a norma quis prevenir já foram atenuadas, não sendo necessário impedir a operação.
- 5.** Quanto à formação do preço na negociação privada das ações, vale destacar que o valor total da operação já foi predeterminado e submetido à apreciação da Assembléia Geral [\(7\)](#). Neste aspecto, portanto, o fato de a operação ser efetuada fora de bolsa de valores não agrega nenhum risco adicional que já não existisse se o pagamento fosse feito em dinheiro.
6. Resta definir apenas a quantidade de ações que serão necessárias para perfazer o montante acima mencionado e para isso será utilizado como referência o preço da ação, ponderado pelo volume de negociação, nos 20 pregões da Bovespa que antecederem o fechamento da operação.
  7. Logo, em razão do uso de um parâmetro de mercado para fixação do preço das ações, os benefícios que adviriam da realização da operação em ambiente de bolsa de valores serão, em grande parte, estendidos à negociação privada pretendida.
- 8.** O único risco que ainda subsistiria seria a interferência da JBS ou de suas contrapartes no mercado, de modo a influenciar o preço de sua

operação<sup>(8)</sup>. Teoricamente, haveria uma vantagem potencial em distorcer as cotações de mercado para que o pagamento demandasse uma quantidade de ações maior ou menor àquela livremente determinada pelo mercado.

9. Esta possibilidade, no entanto, já se apresenta reduzida pela apuração do preço ao longo de um período de 20 pregões, de modo que apenas intervenções intensas dos contratantes poderiam causar variações significativas do preço apurado para fins da alienação privada<sup>(9)</sup>.
10. Isto, se vier a ocorrer, configurará um ato ilícito, previsto na Instrução CVM nº 8/79, cuja prática não se pode antecipar nem se deve presumir. Certamente, se necessário, a CVM poderá atuar de maneira repressiva sobre tal conduta.
11. Por isso, não vejo razão para obstar a concretização do negócio, que como a JBS alega – e a princípio de forma bastante convincente – atende seu interesse social.
12. Neste sentido, o pagamento pela aquisição da National Beef em ações de emissão da JBS mantidas em tesouraria: (i) transmitiria ao mercado a convicção dos alienantes da National Beef na valorização das ações de emissão da JBS e (ii) permitiria a aquisição de um ativo relevante sem diluição dos atuais acionistas<sup>(10)</sup>.
13. Por fim, embora os precedentes do Colegiado não sejam uniformes quanto a autorizações para negociações, pelas companhias abertas, de ações de sua própria emissão, já houve casos similares em que o Colegiado adotou solução similar a que se propõe, em especial no Processo CVM 2004/3666, apreciado em 24.06.04.
14. Portanto, com fundamento no art. 30, § 2º, da Lei 6.404/76 e no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80, voto por autorizar a negociação das ações de emissão da JBS, pela própria companhia, fora de bolsa de valores.
15. Esta autorização abrange apenas a quantidade de ações necessárias para efetuar o pagamento aos ex-controladores da National Beef e ficará sujeita à conclusão da operação nos termos e condições acima descritos.

Rio de Janeiro, 8 de julho de 2008.

Sergio Weguelin

Diretor Relator

<sup>(1)</sup> Fls. 01/05.

<sup>(2)</sup> Fls. 06/07 – Fato Relevante.

<sup>(3)</sup> Respectivamente, fls. 08/12 e 13/24.

<sup>(4)</sup> O valor total da aquisição é de US\$ 560.000.000,00, dos quais US\$ 465.035.131,00 seriam pagos em dinheiro, e US\$ 94.964.869,00 seriam pagos em ações da JBS.

<sup>(5)</sup> Art. 23. Respeitado o disposto no Art. 2º, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução.

<sup>(6)</sup> Reunião do Colegiado 06.05.08 – Proc CVM RJ 2008/2748

<sup>(7)</sup> O valor da operação corresponde a 20% da contrapartida a ser paga aos ex-controladores da National Beef, contrapartida esta que, por seu turno, resulta de laudo de avaliação elaborado por JP. Morgan Securities Inc. e aprovado em Assembleia Geral Extraordinária da JBS realizada em 11.04.08.

<sup>(8)</sup> A propósito, registro que não identifiquei como um óbice à operação a diferença constatada entre (i) o preço por ação resultante do aumento de capital aprovado na AGE de 11.04.08 e (ii) o preço por ação, segundo a metodologia descrita pela JBS, tomando por referência os 20 pregões que antecederam a AGE. Como esclarecido pela JBS, a data-base para o cálculo retroativo dos pregões é a data de fechamento da operação, que ainda não ocorreu, e não a data da AGE. Logo não se pode sequer dizer que esta diferença existirá – aliás, se existir, essa diferença poderá ser em desfavor dos ex-controladores da National Beef – e de todo modo não se pode emprestá-la maior sentido, já que são comparados dois eventos distintos em duas datas distintas.

<sup>(9)</sup> A propósito, lembre-se que o valor da operação corresponde a US\$ 95 milhões e, a título ilustrativo, segundo dados da Economática, as ações JBSS3 registraram volume médio diário de US\$ 14,8 milhões no 2º trimestre de 2008, e de US\$ 12,1 milhões no primeiro semestre de 2008.

<sup>(10)</sup> Uma outra vantagem em que se poderia cogitar é que o uso de ações em tesouraria como moeda de pagamento para aquisições pode isentar a companhia de um maior desembolso financeiro. Embora a companhia pudesse alienar suas ações em mercado e então conseguir os recursos necessários para a aquisição, isto implicaria novos custos de transação e aumento de volatilidade das cotações que poderiam ser evitados.