



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
RELATÓRIO Nº 211/2019-CVM/SEP/GEA-2

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2019.

DE: Gustavo André Ramos Inúbia

PARA: SEP/GEA-2

Assunto: Orientação a respeito de consulta de companhia aberta sobre dispensa de elaboração de laudo de avaliação em operação de incorporação reversa

Senhores Superintendente e Gerente,

1. Trata-se de consulta encaminhada pela J. Macêdo S.A. (doravante "J. Macêdo", "JMSA", "Companhia", "Incorporadora" ou "Emissora") acerca da dispensa de elaboração e apresentação dos laudos de avaliação do valor de patrimônios líquidos avaliados a preços de mercado para fins de incorporação reversa da J. Macêdo Alimentos S.A. (doravante "Alimentos" ou "Incorporada"), sociedade por ações de capital fechado acionista controladora da Emissora.

DOS FATOS

2. Em 02/08/2019, a J. Macêdo S.A. protocolou eletronicamente junto à CVM uma consulta (Doc. SEI nº 0812214) nos seguintes principais termos:

1. A JMSA pretende submeter aos seus acionistas, em assembleia geral extraordinária a ser oportunamente convocada, operação de incorporação, pela JMSA, da J. MACÊDO ALIMENTOS S.A., sociedade por ações de capital fechado (...) ("Alimentos") ("Incorporação").

2. Conforme demonstrado no organograma do item 5 abaixo, a Alimentos é a acionista da JMSA com a maior participação em seu capital social (71,01%), sendo que, exceto por uma participação mínima detida por acionistas minoritários (0,74%), o capital social da JMSA é integralmente detido por seus acionistas controladores, direta e indiretamente (inclusive por meio de partes relacionadas destes). O capital social da Alimentos, por sua vez, também é quase integralmente detido pelos mesmos acionistas controladores (diretos e indiretos) da JMSA, com exceção de uma participação ínfima detida por acionistas minoritários (0,18%).

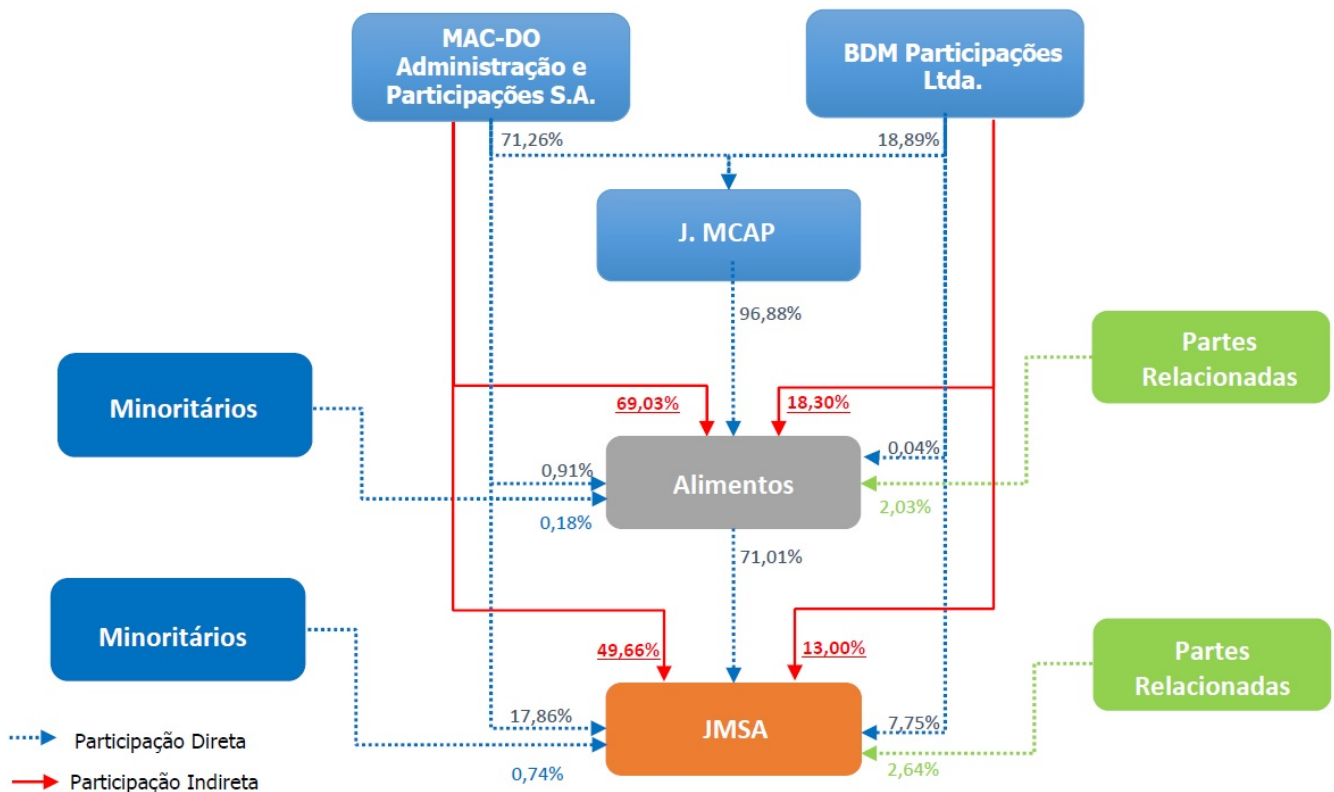
3. Caso seja implementada, a Incorporação resultará na substituição das ações de emissão da Alimentos por ações de emissão da JMSA, as quais serão atribuídas aos acionistas da Alimentos (considerando a relação de troca aplicável), na proporção das participações por eles detidas no capital social da Alimentos na data da Incorporação.

4. Tendo em vista que o (i) patrimônio líquido da JMSA está

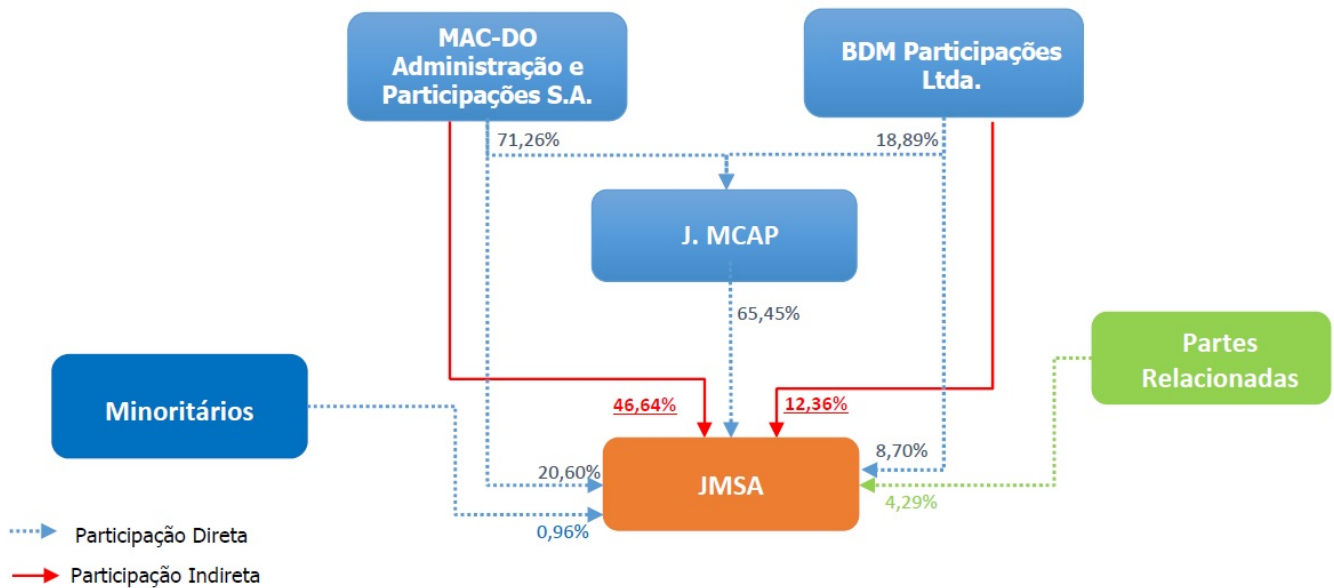
refletido no balanço da Alimentos pelo método de equivalência patrimonial, e (ii) com o advento da Incorporação, será desconsiderado o valor do patrimônio líquido da JMSA refletido no balanço da Alimentos para efeitos da absorção do patrimônio líquido da Alimentos, a JMSA absorverá o acervo líquido da Alimentos (que por conta de tal desconsideração será negativo), **não havendo emissão de ações adicionais da JMSA nem qualquer diluição dos seus acionistas minoritários** como resultado da Incorporação. Esclarece-se que com a absorção desse acervo negativo, haverá o cancelamento de algumas ações da JMSA detidas pela Alimentos (com uma diluição de 0,26% dos acionistas da Alimentos na JMSA no momento da Incorporação e um incremento de participação de 0,26% dos acionistas da JMSA que não a Alimentos no momento da Incorporação). Adicionalmente, é possível que seja aprovada uma declaração de dividendos pela Alimentos previamente à Incorporação, o que pode resultar em uma diluição pouco superior aos acionistas da Alimentos na JMSA (no momento da Incorporação), podendo resultar em uma diluição de até aproximadamente 3,45% para tais acionistas e um incremento de até aproximadamente 3,45% de participação aos acionistas da JMSA que não a Alimentos.

5. De modo a ilustrar a atual composição do capital social das sociedades envolvidas na Incorporação, bem como seus efeitos, os quadros a seguir apresentam a estrutura da Incorporação:

Quadro I – Pré-Incorporação



Quadro II – Pós-Incorporação
(assumido conforme relação de troca baseada em valores patrimoniais contábeis das sociedades envolvidas e assumindo a declaração de dividendos mencionada no item 4 acima)



6. Dispõe o art. 264, §4º da Lei das S.A. que, no caso de incorporação de sociedade controladora por controlada, a justificativa a ser apresentada à assembleia geral deve conter o cálculo da relação de substituição das ações detidas pelos acionistas minoritários da controladora, com base no valor dos patrimônios líquidos da controladora e da controlada, avaliados a preço de mercado, ou outro critério aceito pela CVM, no caso de companhias abertas.

7. Pelos fatos e fundamentos aludidos a seguir, a JMSA acredita ser desnecessária e onerosa a preparação de laudos dos patrimônios líquidos das sociedades envolvidas na Incorporação a preços de mercado, pelo que solicita pelo presente a dispensa de tal requisito. Vale ressaltar que a CVM já se manifestou, em diversas outras ocasiões, no sentido de dispensar a apresentação de laudos de avaliação de patrimônios líquidos a preços de mercado para fins da comparação prevista no art. 264 da Lei das S.A. em casos similares ao presente.

7.1. Como explicado acima, não haverá emissão adicional de ações da JMSA nem qualquer diluição dos acionistas minoritários da JMSA, e o fato de o patrimônio líquido da Alimentos a ser absorvido pela JMSA (com referida desconsideração do investimento por ela detido na JMSA) ser negativo será devidamente refletido na relação de troca.

7.2. Além disso, o patrimônio líquido da JMSA (que em grande parte reflete o investimento detido pela Alimentos na JMSA) está devidamente refletido no balanço da Alimentos, por equivalência patrimonial. Nesse sentido, esclarece-se que, de um ativo total de R\$ 469.239.090,22 (quatrocentos e sessenta e nove milhões, duzentos e trinta e nove mil, noventa reais e vinte e dois centavos) registrado no balanço patrimonial da Alimentos de 31/05/2019, R\$ 437.511.372,88 (quatrocentos e trinta e sete milhões, quinhentos e onze

mil, trezentos e setenta e dois reais e oitenta e oito centavos) representa o investimento devido pela Alimentos na JMSA.

7.3. A elaboração de laudos de avaliação de patrimônios líquidos a preços de mercado é um procedimento demorado e extremamente custoso, e sua elaboração não geraria benefícios suficientes que justifiquem sua elaboração. Para o presente caso, o prestador de serviços procurado pelas sociedades apresentou orçamento bastante elevado - especialmente por conta das sociedades envolvidas na Incorporação (em especial a JMSA) deterem, direta e indiretamente, diversas plantas industriais, ativos fixos e imobilizados que requereriam diversas visitas a campo e aferições específicas, além do trabalho de avaliação e preparação dos relatórios aplicáveis -, com potencial de aumento caso determinadas premissas sejam extrapoladas. Além disso, estimou-se um prazo (que assumimos otimista) de 45 (quarenta e cinco) a 60 (sessenta) dias para a realização dos trabalhos, o que acreditamos também será excedido.

7.4. No presente caso as participações dos acionistas minoritários no capital da JMSA e da Alimentos, de 0,74% e 0,18% respectivamente, são ínfimas, e reforça a ideia de que a elaboração de laudos de avaliação de patrimônios líquidos a valor de mercado não se justifica economicamente. Tal entendimento já foi apreciado pela CVM no Processo Administrativo CVM nº RJ2015/3074, por meio do qual o Diretor-Relator acompanhou o entendimento da SEP contido no RA/SEP/GEA-1 nº 61, de 18.06.2015, citando:

"A SEP manifestou-se através do RA/SEP/GEA-1 nº 61, de 18.06.2015, concluindo, em primeiro lugar que não se justificaria, no caso concreto, a atuação da CVM no sentido de exigir a elaboração dos laudos previstos no art. 264 da LSA, pelas razões a seguir sintetizadas:

a) Da análise do art. 264 da LSA, depreende-se que a proteção buscada pelo legislador, aparentemente, reside na apresentação de informações adicionais, aptas a influenciar a apreciação da operação e a tomada de decisão pelos demais acionistas das companhias envolvidas. Portanto, um dos objetivos da norma seria informacional: conferir aos acionistas da sociedade incorporada e da sociedade incorporadora parâmetros concretos para a avaliação da relação de substituição adotada na operação;

b) Entretanto, como já reconhecido pelo Colegiado, existe a possibilidade de se conceder um tratamento diferenciado para as situações nas quais: (i) inexistem interesses de acionistas minoritários da incorporadora que necessitem de proteção; e (ii) exista um desequilíbrio evidente entre os custos de se cumprir com a aplicação integral das regras constantes na legislação societária e os benefícios oriundos do seu cumprimento;

c) No caso concreto, o percentual de

participação dos minoritários no capital das controladas é ínfimo, tornando os custos para a elaboração de critérios alternativo de comparação, de que trata o art. 264 da LSA, extremamente elevados e desproporcionais aos benefícios que seriam gerados; e

d) Não haverá modificação relevante no patrimônio líquido, já que os patrimônios líquidos das incorporadas já estão 99,9% refletidos no patrimônio líquido da Brasil Brokers em decorrência da aplicação do método da equivalência patrimonial."

7.5. Em adição aos argumentos expostos acima, há ainda o entendimento do Colegiado da CVM, em decisão proferida no Processo SEI 19957.006857/2017-19 em 03.10.2017, que deliberou, por unanimidade, acompanhar o entendimento da área técnica consubstanciado no Relatório nº 122/2017-CVM/SEP/GEA-2, que cita:

"39. Diante do exposto, considerando os precedentes mencionados, entendo que, embora nesse caso, a relação de troca da Incorporação não tenha sido estabelecida com base em critérios diversos daqueles ora propostos para fins do art. 264 da Lei nº 6.404/76 não se justifica a atuação da CVM para exigir a elaboração de laudo com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, nos termos do art. 264 da Lei nº 6.404/76, destacando-se, dentre as características específicas da operação:

39.1. a diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social;

39.2. o elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo os critérios legais, em comparação com o valor da operação;

39.3. a pequena diluição a que serão submetidos os acionistas da companhia aberta."

7.6. Ainda, cumpre-se notar que a presente Incorporação tem como incorporada uma companhia fechada, o que também foi considerado (dentre outros argumentos aqui apresentados) pelo Colegiado da CVM no Processo RJ2010/16879, em decisão de 28.12.2010, de acordo com o exposto no RA/CVM/SEP/GEA-3/165/10, que cita:

"Diante do exposto, considerando o precedente mencionado (Processo CVM RJ-2009-6414) entendo que, também nesse caso, "não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de ver a exigir a utilização do cálculo com base em laudos a preços de mercado, em vez dos laudos contábeis", destacando-se, dentre as características específicas da operação:

a) Tratar-se de incorporação de companhia fechada por companhia aberta;

b) A diminuta participação dos acionistas não

controladores no capital social da companhia fechada incorporada York (0,8645%)

c) O elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo o critério de avaliação a preços de mercado, custo esse desproporcional ao valor informacional que o laudo a preços de mercado representaria para os acionistas da companhia;

d) A pequena diluição a que serão submetidos os acionistas da Hypermarchas, em decorrência da incorporação da York; e

e) A relação de troca da Incorporação ter sido estabelecida com base em critérios diversos daqueles ora propostos para fins do art. 264 da Lei nº 6.404/76."

7.7. Além dos pontos destacados acima e amparados por precedentes da CVM, destacamos ainda os seguintes fatos no intuito de reforçar o presente pedido: (i) as participações dos 2 (dois) acionistas controladores (diretos e indiretos, a saber MAC-DO Administração e Participações S.A. e BDM Participações Ltda.) são representativamente diferentes na JMSA e na Alimentos (ou seja, analisando-se direta e indiretamente, um dos controladores detém maior participação na Alimentos comparativamente à sua participação na JMSA, e vice-versa), pelo que pressupõe-se que a relação de troca é neutra uma vez que ambos os controladores estão confortáveis com a relação de troca baseada em patrimônios líquidos contábeis e nenhum deles teria interesse em ser prejudicado com esse movimento societário; (ii) o investimento da Alimentos na JMSA representa em grande parte o ativo da Alimentos (conforme elucidado no item 7.2 acima); e (iii) o balanço da JMSA (que está devidamente refletido nas demonstrações financeiras da Alimentos pelo método de equivalência patrimonial) já possui diversas contas com avaliação a valor justo, pelo que pressupõe-se que laudos de patrimônios líquidos a valor de mercado não traria diferença material.

7.8. Com base nos precedentes acima e fundamentos indicados, fica claro que não há prejuízo na concessão da dispensa ora pleiteada, dado que a apresentação de laudos de avaliação de patrimônios líquidos a preços de mercado para fins da comparação prevista no art. 264 da Lei das S.A. visa primordialmente proteger os interesses de acionistas minoritários contra práticas consideradas abusivas pelo acionista controlador, o que não se configura no presente caso.

8. Diante de todo o exposto, vem a JMSA requerer, em conformidade com os fatos aqui expostos, bem como com os precedentes indicados, que o Colegiado da CVM dispense a JMSA de apresentar laudos de avaliação dos patrimônios líquidos da JMSA e da Alimentos a preços de mercado, conforme art. 264 da Lei das S.A.

3. Em 29/08/2019, foi enviado à Companhia o Ofício nº 242/2019/CVM/SEP/GEA-2 (Doc. SEI nº 0829948), por meio do qual foram solicitados os seguintes esclarecimentos:

2.1. a Companhia afirma, no item 2 de sua consulta, que

acionistas minoritários detêm participação de apenas 0,74% do seu capital social. Contudo, a análise do item 15.1 do Formulário de Referência 2019, versão 2.0, revela que a participação dos **acionistas não controladores** é, na verdade, de 3,387% do capital social, equivalente a 739.301 ações de emissão da Companhia, sendo 738.219 ações ON e 1.082 ações PN. A Companhia deve esclarecer os motivos pelos quais foi identificada a discrepância apontada nas quantidades e percentuais de ações de titularidade de acionistas não controladores e apontar os números reais referentes à efetiva participação acionária destes acionistas;

2.2. a Companhia menciona que *"é possível que seja aprovada uma declaração de dividendos pela Alimentos previamente à Incorporação, o que pode resultar em uma diluição pouco superior aos acionistas da Alimentos da JMSA (no momento da Incorporação), podendo resultar em uma diluição de até aproximadamente 3,45% para tais acionistas e um incremento de até aproximadamente 3,45% de participação aos acionistas da JMSA que não a Alimentos"*. A Companhia deve prestar maiores esclarecimentos a respeito deste eventual pagamento de dividendos, tais como o seu valor estimado e o seu impacto na operação e no acervo líquido negativo mencionado na consulta;

2.3. a Companhia informa, em sua consulta, que *"o patrimônio líquido da JMSA (...) está devidamente refletido no balanço da Alimentos, por equivalência patrimonial. Nesse sentido, esclarece-se que, de um ativo total de R\$ 469.239.090,22 (quatrocentos e sessenta e nove milhões, duzentos e trinta e nove mil, noventa reais e vinte e dois centavos) registrado no balanço patrimonial da Alimentos de 31/05/2019, R\$ 437.511.372,88 (quatrocentos e trinta e sete milhões, quinhentos e onze mil, trezentos e setenta e dois reais e oitenta e oito centavos) representa o investimento devido pela Alimentos na JMSA"*. A Companhia deve esclarecer se os patrimônios líquidos das companhias envolvidas estão sendo comparados na mesma data-base, para os fins de estabelecimento dos termos de troca; e

2.4. a Companhia informa também que *"as participações dos 2 (dois) acionistas controladores (diretos e indiretos, a saber MAC-DO Administração e Participações S.A. e BDM Participações Ltda.) são representativamente diferentes na JMSA e na Alimentos (ou seja, analisando-se direta e indiretamente, um dos controladores detém maior participação na Alimentos comparativamente à sua participação na JMSA, e vice-versa), pelo que pressupõe-se que a relação de troca é neutra uma vez que ambos os controladores estão confortáveis com a relação de troca baseada em patrimônios líquidos contábeis e nenhum deles teria interesse em ser prejudicado com esse movimento societário"*. Contudo, segundo informações disponíveis no item 15.1 do Formulário de Referência 2019, versão 2.0, a participação acionária da MAC-DO Administração e Participações S.A. na J. Macêdo S.A., na J. Macêdo Alimentos S.A. e na J. Macêdo S.A. - Com. Adm. e Participações S.A. (controladora direta da J. Macêdo Alimentos S.A e indireta da Companhia) é superior à posição acionária da BDM Participações Ltda. Por isso, solicitamos que a Companhia esclareça por que entende ser verídica a afirmação citada neste item, bem como preste maiores esclarecimentos a respeito de sua importância para a operação como um todo.

3. Ressaltamos que os esclarecimentos prestados por V.S^a, em

resposta aos questionamentos acima, devem se fazer acompanhar, quando for o caso, dos documentos necessários à sua devida comprovação. A Companhia deve encaminhar também **as demonstrações financeiras da J. Macêdo Alimentos S.A.** de encerramento do exercício social de 2018 e as utilizadas para a determinação dos termos de troca da operação de incorporação reversa objeto da presente consulta.

4. Em 13/09/2019, a Companhia protocolou eletronicamente junto à CVM sua Resposta (Doc. SEI nº 0840613) ao Ofício supracitado, nos seguintes principais termos:

(i) item 2.1: esclarecemos que a participação sob a rubrica “outros” informada no item 15.1/15.2 do Formulário de Referência da JMSA do ano de 2019, versão 2.0 (i.e., 739.301 ações, equivalentes a 3,387% do capital social da JMSA), inclui também acionistas (pessoas físicas) que são partes relacionadas das sociedades controladoras da JMSA, sendo inclusive sócios de tais sociedades. Tais partes relacionadas já manifestaram-se no sentido da aprovação dos termos da operação de incorporação reversa envolvendo a JMSA e a **J. Macêdo Alimentos S.A. (“Alimentos”)**. Assim, o percentual de 0,74% indicado pela JMSA no Pedido como participação detida pelos acionistas minoritários leva em consideração os acionistas minoritários que não são partes relacionadas dos acionistas controladores;

(ii) item 2.2: a administração da Alimentos está avaliando uma potencial declaração de dividendos pela Alimentos previamente à Incorporação, no valor de até aproximadamente R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais). Tal declaração reduzirá o patrimônio líquido da Alimentos no valor dos dividendos declarados. Como consequência de tal redução, aumentará a quantidade de ações da JMSA que serão canceladas em razão da incorporação reversa, de modo que os acionistas da JMSA não envolvidos nessa operação não serão prejudicados com tal declaração. Caso haja essa declaração (limitada ao valor máximo acima), haveria, conforme consta no Pedido, uma *“uma diluição pouco superior aos acionistas da Alimentos na JMSA (no momento da Incorporação), podendo resultar em uma diluição de até aproximadamente 3,45% para tais acionistas e um incremento de até aproximadamente 3,45% de participação aos acionistas da JMSA que não a Alimentos”*. Importante esclarecer que o pagamento de tais dividendos declarados aos acionistas minoritários da Alimentos será realizado nos termos do parágrafo terceiro do artigo 205 da Lei nº 6.404/76. Por outro lado, os acionistas controladores da Alimentos já concordaram em aprovar que o pagamento, a eles, dos dividendos declarados será realizado ao longo do período de 2 (dois) a 5 (cinco) anos a contar da sua declaração, de modo a preservar o fluxo de caixa da JMSA.

(iii) item 2.3: a data-base dos patrimônios líquidos da Alimentos e JMSA para fins da Incorporação e da relação de troca é a mesma (i.e., 31 de maio de 2019);

(iv) item 2.4: esclarecemos que a proporção entre as participações dos 2 (dois) acionistas controladores da JMSA, MAC-DO Administração e Participações S.A. (“**MAC-DO**”) e BDM Participações Ltda. (“**BDM**”), na JMSA e na Alimentos são distintas. Além da participação indireta detida por esses acionistas controladores na JMSA através da J. MCAP, conforme consta no Quadro I do Pedido, MAC-DO e BDM também detêm participações diretas na Alimentos e na JMSA. Assim,

considerando as participações detidas por esses acionistas controladores na JMSA (diretamente) e na Alimentos (diretamente e indiretamente através da JMCAP) a BDM possui uma participação direta mais representativa na JMSA (7,75%) do que a participação da MAC-DO (17,86%) quando comparadas com as respectivas participações na Alimentos (vide esclarecimento abaixo). Dessa forma, a BDM tenderia a buscar uma relação de troca que prestigiasse mais o PL da JMSA e a MAC-DO tenderia a buscar uma relação de troca que atribuísse valor maior ao PL da Alimentos. Senão vejamos: (a) a BDM tem uma participação indireta na Alimentos de 18,30%, 2,36x maior do que a participação direta detida diretamente pela BDM na JMSA (7,75%); enquanto (b) a MAC-DO tem uma participação indireta na Alimentos de 69,03%, 3,86x maior do que a participação detida diretamente pela MAC-DO na JMSA (17,86%). Ainda que consideradas as participações diretas e indiretas da MAC-DO e da BDM na JMSA e na Alimentos, a conclusão permanece: a participação da BDM na Alimentos (18,34%) é menor que a sua participação na JMSA (20,75%), ao passo que a participação da MAC-DO na Alimentos (69,94%) é maior que a sua participação na JMSA (67,52%). Tal fato indica uma situação de interesses distintos de tais acionistas controladores na fixação da relação de troca aplicável à operação societária em questão, assegurado sua comutatividade; e

(v) item 3: as demonstrações financeiras da Alimentos referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2018 seguem no **Anexo I**. Já os balancetes da JMSA e da Alimentos referentes a 31 de maio de 2019, utilizados para determinar a relação de troca, encontram-se no **Anexo II**.

5. Em 04/10/2019, recebemos correspondência eletrônica encaminhada pelos advogados da Companhia (Doc. SEI nº 0887504) informando que estaria providenciando a encaminhando à CVM declaração de alguns acionistas minoritários confirmando sua concordância com os termos da reorganização societária proposta.

6. Em 11/11/2019, a Companhia encaminhou documentação complementar (Doc. SEI nº 0887510) à consulta originalmente protocolada em 02/08/2019, cujo Anexo I contém declarações de acionistas minoritários da Companhia atestando o conhecimento e concordância com a operação de incorporação da Alimentos pela JMSA. Segundo informações contidas nesta documentação complementar, *"os acionistas controladores da Companhia e os signatários dos documentos do Anexo I são representantes de 99,99% do capital social total e votante da Companhia, e já se manifestaram a favor da Incorporação, comprometendo-se a votar favoravelmente à sua aprovação"*.

ANÁLISE

7. O caso em tela refere-se a operação de incorporação reversa, na qual a controlada, a J. Macêdo S.A., companhia aberta, é a incorporadora e a controladora, a J. Macêdo Alimentos S.A., companhia fechada, é a incorporada. Nos termos do § 4º e do caput do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, neste tipo de operação, para fins de cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da incorporada com base no valor do patrimônio líquido das ações da incorporadora e da incorporada, devem ser elaborados laudos de avaliação dos dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

8. Contudo, já houve casos precedentes, analisados pelo Colegiado da CVM, nos quais se entendeu que não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de vir a exigir a elaboração de laudos de avaliação de que trata o artigo 264 da Lei nº 6.404/76, quando a participação de acionistas não controladores no capital social da companhia aberta é muito próxima de zero.

9. Este foi o caso, por exemplo, da operação envolvendo a Gerdau S.A. e suas controladas Gerdau Ações Especiais S.A. e Gerdau América Latina Participações S.A., analisada no Processo nº 19957.006857/2017-19, em que a Gerdau S.A. era titular de 99,55% e 99,16%, respectivamente, das ações representativas do capital social das controladas mencionadas. Em reunião realizada em 03/10/2017, o Colegiado da CVM deliberou, por unanimidade, acompanhar o entendimento da área técnica, consubstanciado no Relatório nº 122/2017/CVM/SEP/GEA-2 (Doc. SEI nº 0334536), no qual a SEP/GEA-2 concluiu que, em face (i) da diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social das companhias fechadas a serem incorporadas; (ii) do elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo os critérios legais, em comparação com o valor da Operação; e (iii) da pequena diluição a que serão submetidos os acionistas da companhia aberta, não se justificaria a atuação da CVM para exigir a elaboração de laudo com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, nos termos do artigo 264 da Lei 6.404/76.

10. Outro caso, citado pela Companhia, está consubstanciado no Processo CVM nº RJ2010/16879 — que tratou da incorporação, pela Hypermarcas S.A., companhia aberta, da York S.A. Indústria e Comércio, sociedade por ações de capital fechado —, apreciado pelo Colegiado da CVM em reunião realizada em 28/12/2010, que decidiu acompanhar o posicionamento da área técnica, exposto no RA/CVM/SEP/GEA-3/165/10, no sentido de que, em função das características da operação, não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de vir a exigir a elaboração de laudos a preços de mercado, em vez dos laudos contábeis. Na ocasião, a Superintendência de Relações com Empresas - SEP destacou as seguintes características do caso concreto: (i) trata-se de incorporação de companhia fechada por companhia aberta; (ii) a diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social da companhia fechada incorporada (0,864%); (iii) a pequena diluição a que serão submetidos os acionistas da Hypermarcas, em decorrência da incorporação da York; (iv) o elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo o critério de avaliação a preços de mercado, custo esse desproporcional ao valor informacional que o laudo a preços de mercado representaria para os acionistas da Hypermarcas; (v) a finalidade econômica do artigo 264 aplica-se apenas aos acionistas minoritários da companhia fechada incorporada e (vi) a relação de troca da Incorporação foi estabelecida com base em critérios diversos daqueles ora propostos para fins do artigo 264 da Lei 6.404/76.

11. Entendo que condições bastante semelhantes encontram-se presentes na consulta da J. Macêdo S.A. ora analisada.

12. Em primeiro lugar, no que diz respeito ao percentual do capital votante e do capital social total das sociedades envolvidas que manifestou-se favoravelmente aos termos e condições da operação de incorporação reversa da controladora J. Macêdo Alimentos S.A., sociedade por ações de capital fechado, por sua controlada J. Macêdo S.A., sociedade por ações de capital aberto, temos a situação que se apresenta a seguir.

13. Segundo informações prestadas pela Companhia na documentação

adicional encaminhada (Doc. SEI nº 0887510), combinadas com o Formulário de Referência 2019, versão 3.0, apresentada no Sistema Empresas.NET em 06/12/2019, seu capital social divide-se em 11.496.411 ações ordinárias e 10.335.786 ações preferenciais.

14. Além dos proponentes da operação de incorporação, os acionistas controladores diretos e indiretos da J. Macêdo S.A. — J. Macêdo Alimentos S.A., J. Macêdo S.A. - Com. Adm. e Participações, Mad-Do Adm. e Participações S.A. e BDM Participações Ltda., que, juntos, detêm 93,58% do capital votante e 96,61% do capital total da Companhia —, os seguintes acionistas não controladores da J. Macêdo S.A. manifestaram por escrito sua concordância com os termos da reorganização societária proposta, inclusive os termos de troca estabelecidos com base no valor contábil das duas sociedades apurado em balancetes levantados em 31/05/2019: Sra. Luce Maria Craveiro Macêdo (titular de 45.982 ações ordinárias); Sr. Roberto Proença de Macêdo (titular de 224.815 ações ordinárias e 1 ação preferencial); Sr. Amarílio Proença de Macêdo (titular de 224.865 ações ordinárias e 1 ação preferencial); Temístocles Navarro Dias de Macêdo Jr. (cessionário da posição acionária do Sr. Temístocles Navarro Dias de Macêdo, titular de 79.987 ações ordinárias); Espólio do Sr. José Dias de Macêdo (titular de 430 ações ordinárias e 1 ação preferencial); e Apis Empreendimentos e Serviços Ltda. (titular de 162.050 ações ordinárias). Todos juntos, acionistas controladores e acionistas não controladores signatários do documento encaminhado à CVM em que manifestam sua concordância com os termos da operação de incorporação proposta pelos controladores, totalizam 99,999% do capital votante e 99,990% do capital social total da J. Macêdo S.A., companhia aberta. Estes percentuais foram apurados de acordo com as informações contidas no Livro de Ações Nominativas da J. Macêdo S.A. (ver, a propósito, as páginas 37 a 83 do Doc. SEI nº 0887510) e nos itens 15.1 e 15.2 do Formulário de Referência 2019, versão 3.0, apresentada no Sistema Empresas.NET em 06/12/2019.

15. No tocante à J. Macêdo Alimentos S.A. — sociedade por ações de capital fechado a ser incorporada por sua controlada J. Macêdo S.A., companhia aberta — seu capital social divide-se em 2.359.399 ações, das quais 2.142.507 ordinárias, 657 preferenciais classe A, 25 preferenciais classe B, 15 preferenciais classe C, 1 preferencial classe D e 216.194 preferenciais classe E. Nesta sociedade, os acionistas controladores J. Macêdo S.A. Com. Adm. e Participações, a Mad-Do Adm. e Participações S.A. e a BDM Participações Ltda. e os acionistas não controladores signatários do documento encaminhado à CVM em que manifestam sua concordância com os termos da operação de incorporação proposta pelos controladores — os quais são acionistas tanto da companhia aberta J. Macêdo S.A. quanto da sua controladora J. Macêdo Alimentos S.A. — totalizam 98,27% do capital votante e 98,40% do capital social total da J. Macêdo Alimentos S.A. Estes percentuais foram apurados de acordo com as informações contidas no Quadro de Composição do Capital da J. Macêdo Alimentos S.A. (ver, a propósito, a página 35 do Doc. SEI nº 0887510).

16. Em segundo lugar, no que tange à questão do potencial de diluição dos acionistas não controladores da companhia aberta, a própria Companhia informou, na consulta protocolada na CVM, que "*com o advento da Incorporação, será desconsiderado o valor do patrimônio líquido da JMSA refletido no balanço da Alimentos para efeitos da absorção do patrimônio líquido da Alimentos, a JMSA absorverá o acervo líquido da Alimentos (que por conta de tal desconsideração será negativo), **não havendo emissão de ações adicionais da JMSA nem qualquer diluição dos seus acionistas minoritários** como resultado da Incorporação. Esclarece-se que com a absorção desse acervo negativo, haverá o cancelamento de algumas ações da JMSA detidas pela Alimentos (com uma*

diluição de 0,26% dos acionistas da Alimentos na JMSA no momento da Incorporação e um incremento de participação de 0,26% dos acionistas da JMSA que não a Alimentos no momento da Incorporação)" (grifo do original).

17. Em relação à eventual aprovação de declaração de dividendos a serem pagos aos acionistas da J. Macêdo Alimentos S.A. previamente à incorporação, a Companhia declarou que a medida pode *"resultar em uma diluição de até aproximadamente 3,45% para tais acionistas [da J. Macêdo Alimentos S.A.] e um incremento de até aproximadamente 3,45% de participação aos acionistas da JMSA que não a Alimentos"*, de modo que a operação não tenderia a causar diluição dos acionistas não controladores da companhia aberta, a J. Macêdo S.A. A Companhia declarou também que o eventual declaração de dividendos será de *"até aproximadamente R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais). Tal declaração reduzirá o patrimônio líquido da Alimentos no valor dos dividendos declarados. Como consequência de tal redução, aumentará a quantidade de ações da JMSA que serão canceladas em razão da incorporação reversa, de modo que os acionistas da JMSA não envolvidos nessa operação não serão prejudicados com tal declaração"*; além disso, *"o pagamento de tais dividendos declarados aos acionistas minoritários da Alimentos será realizado nos termos do parágrafo terceiro do artigo 205 da Lei nº 6.404/76"* e *"os acionistas controladores da Alimentos já concordaram em aprovar que o pagamento, a eles, dos dividendos declarados será realizado ao longo do período de 2 (dois) a 5 (cinco) anos a contar da sua declaração, de modo a preservar o fluxo de caixa da JMSA"*. Pelo exposto, entendo que a aludida declaração de dividendos, caso aprovada, não terá impacto significativo em eventual diluição dos acionistas minoritários da J. Macêdo S.A., em linha com os casos precedentes apreciados pelo Colegiado da CVM.

18. Em terceiro lugar, a Companhia alegou que a *"elaboração de laudos de avaliação de patrimônios líquidos a preços de mercado é um procedimento demorado e extremamente custoso, e sua elaboração não geraria benefícios suficientes que justifiquem sua elaboração"*. Deve-se salientar que, de fato, uma vez que os mesmos acionistas, entre controladores e minoritários, já designados neste Relatório, detêm participação acionária superior a 98% e 99%, respectivamente, da controladora J. Macêdo Alimentos S.A. e da controlada J. Macêdo S.A., e manifestaram por escrito sua concordância com os termos e condições da operação de incorporação reversa nos moldes propostos pelos acionistas controladores, a elaboração dos laudos de avaliação não traria, a princípio, e salvo melhor juízo, benefícios adicionais aos acionistas minoritários envolvidos que compensassem os custos de sua elaboração, a ser suportados, em essência, pelos próprios acionistas. Além disso, a relação de troca estabelecida foi fixada com base no valor contábil dos patrimônios líquidos da J. Macêdo Alimentos S.A. e da J. Macêdo S.A. comparados na mesma data, de acordo com balancetes levantados em 31/05/2019, procedimento este em consonância com o artigo 10º da Instrução CVM nº 565/15.

CONCLUSÃO

19. Diante do exposto, considerando os precedentes mencionados, entendo que, no caso ora em análise, não se justificaria a atuação da CVM para exigir a elaboração de laudo de avaliação para fins de cálculo das relações de troca com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora incorporada e da controlada incorporadora, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, nos termos do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, destacando-se, dentre as características específicas da operação:

19.1. a diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social tanto da J. Macêdo alimentos S.A. quanto da J. Macêdo S.A.;

19.2. o elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo os critérios legais, em comparação com o valor da operação;

19.3. a ínfima diluição a que serão submetidos os acionistas da companhia aberta.

20. Tendo em vista que a Companhia solicitou urgência para deliberar sobre a referida incorporação, esta Superintendência se dispõe a relatar o caso na reunião de Colegiado em que vier a ser pautado. Salientamos que, em 12/12/2019, a Companhia divulgou, por meio do Módulo IPE do Sistema Empresas.NET, Fato Relevante informando aos seus acionistas e ao mercado em geral que foi convocada uma Assembleia Geral Extraordinária da Companhia, a ser realizada em 30/12/2019, às 10 horas, para deliberar a respeito da proposta de incorporação da J. Macêdo Alimentos S.A.

Atenciosamente,

GUSTAVO ANDRÉ RAMOS INÚBIA

Analista GEA-2

De acordo. À SEP,

GUILHERME ROCHA LOPES

Gerente de Acompanhamento de Empresas 2

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GEA-2.

FERNANDO SOARES VIEIRA

Superintendente de Relações com Empresas

Ciente. À EXE, para as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo André Ramos Inubia, Analista**, em 16/12/2019, às 13:08, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Guilherme Rocha Lopes, Gerente**, em 16/12/2019, às 13:15, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 16/12/2019, às 14:15, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 16/12/2019, às 15:55, com



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0887576** e o código CRC **1970A866**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0887576** and the "Código CRC" **1970A866**.*
