

Assunto: Pedido de registro de OPA voluntária de ações de JBS S.A., mediante permuta por ações de Vigor Alimentos S.A., com procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 - Processo CVM Nº RJ-2012-1810

Senhor Superintendente,

Requer a JBS S.A. (Ofertante ou JBS – CNPJ: 02.916.265/0001-60), juntamente com J.P. Morgan Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A. (Intermediário), o registro de oferta pública voluntária de aquisição de ações ordinárias de emissão de JBS (OPA de JBS), formulada pela própria companhia, mediante permuta por ações ordinárias de emissão de Vigor Alimentos S.A. (Vigor), subsidiária integral de JBS, com procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02.

Tendo em vista tratar-se de OPA formulada pela própria companhia objeto, há possibilidade de JBS vir a obter ações de sua emissão em quantidade superior a 10% das ações em circulação no mercado.

A intenção de JBS é manter em tesouraria as ações adquiridas na OPA pelo prazo de até 90 dias após o término do leilão, dentro do qual tais ações serão canceladas.

Assim, a Ofertante pleiteia as seguintes dispensas:

1. aquisição, por JBS, de ações de sua própria emissão pertencentes ao seu acionista controlador, vedação constante do art. 2º, alínea d, da Instrução CVM 10/80;
2. manutenção em tesouraria, por JBS, de ações de sua emissão em quantidade superior a 10% das ações em circulação no mercado, vedação constante do art. 3º da Instrução CVM 10/80; e
3. elaboração e apresentação de laudo de avaliação de JBS, conforme exigido pelo art. 8º da Instrução CVM 361.

Ademais, por se tratar de OPA de permuta, consideraremos em nosso Memo:

4. a possibilidade de dispensa de elaboração de prospecto referente à oferta de distribuição das ações de Vigor, por conta do disposto no inciso II do § 2º do art. 33 da Instrução CVM 361, embora a Ofertante não tenha pleiteado tal dispensa.

I- Histórico / Características da OPA

A realização da OPA em questão foi aprovada em reunião do Conselho de Administração de JBS, realizada em 31/01/2012.

A abertura de capital de Vigor e a submissão de seu pedido de registro de companhia aberta foram aprovadas em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 09/02/2012.

Também em 09/02/2012, a Ofertante divulgou Fato Relevante informando ao mercado que apresentou a esta CVM o pedido de registro da referida OPA, bem como o pedido de registro da abertura de capital de Vigor.

Por meio de Fato Relevante divulgado ao mercado em 03/04/2012, JBS e Vigor informaram que o registro de companhia aberta de Vigor foi concedido por esta CVM em 02/04/2012.

Tendo em vista a solicitação de dispensa de elaboração e apresentação de laudo de avaliação das ações de emissão de JBS, foi divulgado pela Ofertante, em 09/04/2012, Fato Relevante informando ao mercado sobre a aprovação, em reunião do Conselho de Administração datada de 05/04/2012, do preço por ação e da quantidade de ações de JBS, a serem considerados na referida oferta.

A operação, caso aprovada por esta CVM, terá as características listadas abaixo:

- i. a oferta em questão será dirigida a todos os acionistas de JBS, inclusive aos controladores;
- ii. os acionistas de JBS residentes no exterior poderão, a seu exclusivo critério e após análise própria da regulamentação a que estão sujeitos, participar da oferta sob a condição de que tais acionistas observem todas as leis e regulamentos aos quais estejam submetidos;
- iii. a operação pretende dar aos atuais acionistas de JBS a oportunidade de terem, em Vigor, a mesma participação que hoje possuem em JBS;
- iv. JBS é companhia aberta com ações listadas no Novo Mercado;
- v. Vigor também é companhia aberta e obteve aprovação da BM&FBovespa para ter suas ações listadas no Novo Mercado, no dia seguinte ao leilão, com a condição de que atinja o percentual mínimo exigido de ações em circulação, ou seja, 25%. Caso não atinja o referido percentual, Vigor será listada no seguimento BOVESPA, cuja autorização já foi obtida. Nessa hipótese, a companhia afirma no edital que a) "a Vigor preservará em seu Estatuto Social todas as disposições exigidas pelo Regulamento do Novo Mercado, como evidência de seu comprometimento com os padrões mais elevados de governança corporativa independente do resultado do Leilão, e" b) "a Vigor solicitará novamente a adesão ao Novo Mercado tão logo seja futuramente atingido o Percentual Mínimo de Ações em Circulação";
- vi. a oferta limitar-se-á à permuta de até 100% das ações de Vigor por ações de JBS;
- vii. na hipótese de a oferta não permutar 100% das ações de Vigor, o restante dessas ações permanecerão detidas pela Ofertante, as quais serão alienadas em até 2 anos a contar da data de liquidação do Leilão;
- viii. o preço a ser adotado na operação por ação de JBS, definido em reunião do Conselho de Administração datada de 05/04/2012, com base na média ponderada pelo volume do preço de fechamento das ações da JBS nos últimos 20 pregões, até 04/04/2012, será de R\$ 7,96;
- ix. o preço calculado por ação de Vigor, nos termos do laudo de avaliação apresentado pela Ofertante, foi de R\$ 11,92,

considerando o número de ações de Vigor igual a 100 milhões.

De modo a fazer com que a relação de troca entre as ações de Vigor e JBS seja de 1:1, foi aprovado desdobramento das ações de Vigor na razão de 1,4971:1. Sendo assim, Vigor passou a ter 149,71 milhões de ações, e o preço por ação da companhia passou de R\$ 11,92 para R\$ 7,96;

- x. tendo em vista o exposto nos itens (vi) e (ix) supracitados: a) o número de ações de JBS que poderão ser adquiridas no âmbito da oferta é igual ao número total de ações de Vigor, ou seja, 149,71 milhões; e b) o valor máximo da referida OPA é de R\$ 1.191,69 milhões (R\$ 7,96 x 149,71 milhões);
- xi. dado que o número total de ações ordinárias de JBS é de 2.963,92 milhões, a quantidade máxima de ações objeto a ser habilitada por cada acionista será calculada de acordo com a seguinte formulação:
- $Qtd\ Máxima(acionista\ i) = N^{\circ}\ de\ Ações\ de\ JBS(acionista\ i) \times (149,71\ milhões / 2.963,92\ milhões);$
- $Qtd\ Máxima(acionista\ i) = N^{\circ}\ de\ Ações\ de\ JBS(acionista\ i) \times 0,05051;$
- xii. os controladores da Ofertante manifestaram expressamente no edital da OPA que irão aderir à operação com a quantidade máxima de ações que lhes cabe, qual seja 1.390.855.032 ações ordinárias de JBS;
- xiii. o quadro abaixo demonstra como ficaria a distribuição das ações de JBS por grupo (controlador, circulação e tesouraria), logo após o leilão da OPA, considerando que todos os acionistas da referida empresa adiram à oferta com a quantidade máxima de ações que lhes cabe:

Grupo	Atual (Qtd ações)	Atual (%)	Após OPA (Qtd ações)	Após OPA (%)
controlador	1.390.855.032	46,93%	1.320.599.881	44,56%
circulação	1.573.069.264	53,07%	1.493.610.071	50,39%
tesouraria	0	0%	149.714.344	5,05%

Com isso, vê-se que a quantidade de ações em tesouraria (149.714.344), seria maior do que 10% das ações que restariam em circulação (1.493.610.071). A Ofertante se compromete a cancelar o saldo das ações em tesouraria em até 90 dias;

- xiv. caso, entre a data da publicação do edital de OPA e a data do leilão, venha a ocorrer alteração na quantidade de ações em que se dividem os capitais sociais de JBS ou de Vigor, em razão de bonificações, desdobramentos, grupamentos ou subscrições, as quantidades de ações de ambas as empresas, bem como a relação de permuta entre elas serão automaticamente ajustadas na mesma proporção, sendo o fato divulgado imediatamente ao mercado;
- xv. o leilão será realizado 34 dias após a publicação do edital da oferta, por meio do Sistema Eletrônico de negociação da BM&FBovespa;
- xvi. somente os acionistas de JBS na data referente a 10 dias após a publicação do edital (Data de Corte) estarão aptos a habilitar suas ações no leilão;
- xvii. adicionalmente ao exposto no item (xvi) supra, os acionistas de JBS aptos a habilitar suas ações terão até 4 dias antes do leilão para formalizar a intenção de participar com suas ações. O cancelamento da habilitação poderá ser feito até às 12:00 horas da data do leilão; e
- xviii. a Ofertante inseriu no edital da oferta seção sobre fatores de risco, onde alerta aos atuais acionistas de JBS sobre os riscos de diluição da participação detida na companhia, caso optem por habilitar a quantidade máxima de ações permitidas, enquanto outros acionistas optarem por não aderir ou aderir com quantidade inferior à máxima, bem como sobre os riscos referentes a oferta pública de distribuição de ações de Vigor.

Pela análise da evolução da estrutura acionária de JBS e Vigor, conforme abaixo, pode-se perceber, em termos gerais, como ocorrerá a operação:

Situação 1 (antes da operação):

□

Situação 2 (a operação em si):

□

Situação 3 (após a operação):

*caso 100% dos acionistas de JBS adiram à oferta e após as ações em tesouraria serem canceladas.

□

II- Alegações da Ofertante

Segundo a Ofertante, a operação se justifica pelo fato de Vigor ser uma subsidiária integral de JBS, e não uma sociedade independente, motivo pelo qual o mercado não a valoriza de forma integral e real, no escopo de avaliação dos ativos de JBS. Além disso, a indústria de lácteos costuma ter múltiplos de negociação superiores aos da indústria de processamento de carne bovina e a Ofertante entende que a realização da referida OPA trará valor à totalidade de seus acionistas. Ambos os fatos justificariam a intenção em abrir o capital de Vigor e ter ações da referida empresa sendo negociadas no mercado secundário.

Ademais, tendo em vista que a operação requer análise de procedimento diferenciado, transcrevemos abaixo as alegações da Ofertante em relação às dispensas requeridas, no âmbito das Instruções CVM nº 10/80 e 361/02.

1. dispensa da vedação à aquisição, por JBS, de ações de sua própria emissão pertencentes ao seu acionista controlador

"A Oferta será destinada indistintamente a todos os acionistas de JBS em igualdade de condições, em observância ao artigo 4º, inciso I, da Instrução CVM 361. Ademais, o objetivo da Ofertante é possibilitar a cada acionista de JBS, se assim desejar, participar da Oferta com uma quantidade de ações que lhe garanta em Vigor, cujas ações serão entregues na permuta, uma participação acionária proporcionalmente equivalente à que atualmente detém em JBS.

Nesse sentido, para que a Oferta cumpra o requisito regulamentar de ser indistintamente direcionada a todos os acionistas e de forma a cumprir o objetivo da Ofertante, torna-se necessário que tanto ao acionista controlador quanto aos demais acionistas minoritários seja permitida a participação na Oferta, limitado apenas à participação que cada acionista detiver no capital social da JBS no momento de aceitação da Oferta.

No entanto, de acordo com o previsto no artigo 2º, alínea d, da Instrução CVM 10, é proibida a aquisição, pela própria companhia emissora, de ações pertencentes ao seu acionista controlador, o que, em tese, impediria o acionista controlador da JBS de participar da Oferta.

A CVM, em nota explicativa sobre as disposições contidas na Instrução CVM 10, justifica a vedação à aquisição pela companhia de ações do acionista controlador como meio de "evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária".

A esse respeito, em voto proferido no Processo CVM RJ 2000/5369, o então Diretor Luiz Antonio Campos afirma que "(...) a única razão da vedação do art. 2º, d da Instrução CVM nº 10/80 seria a possibilidade de o controlador se utilizar do caixa da companhia para adquirir ações suas, o que poderia levá-lo a obter um benefício exclusivo. De outro lado, a regra tinha um inconveniente dramático, porque colocava muitas vezes o controlador e a companhia em desnecessária situação de contraposição (...)"

No presente caso, em que a Oferta será destinada indistintamente a todos os acionistas da JBS em igualdade de condições, a proibição de aquisição de ações de seu acionista controlador teria efeito diametralmente oposto ao pretendido pela regulamentação, uma vez que criaria uma disparidade de condições entre os acionistas de uma mesma companhia, ou seja, os demais acionistas da JBS seriam injustificadamente beneficiados na Oferta em detrimento do acionista controlador da JBS, o que, igualmente, não pode ser admitido por esta Autarquia e que não é o objetivo primordial da regra sob análise.

Vale notar, ainda, que a Oferta não prevê a utilização de caixa da JBS para a aquisição de ações de sua própria emissão, fator este que evidencia a situação de paridade entre o acionista controlador e acionistas minoritários, motivo adicional, portanto, para a não aplicabilidade do referido normativo, uma vez que o fim do mesmo não é esse.

Prevendo situações como a presente, a própria Instrução CVM 10, em seu artigo 23, permite à CVM que, em situações específicas e plenamente justificáveis, autorize operações de uma companhia com ações de sua própria emissão em circunstâncias especiais.

Importante notar, ainda, que ao autorizar a Ofertante a adquirir ações de seu acionista controlador, nenhuma disposição legal contida nos artigos 30 e 244 da Lei das Sociedades por Ações será infringida.

Assim, de forma a tornar possível a realização da Oferta nos termos da regulamentação atualmente em vigor aplicável, notadamente a Instrução CVM 361, e evitar prejuízo a qualquer acionista decorrente da Oferta, considerando o fato de ser o Colegiado da CVM o órgão competente para elaborar e instituir regramento no âmbito da competência desta D. CVM, assim como excepcionar a incidência de determinados dispositivos regulatórios, a Ofertante requer seja concedida autorização para aquisição de ações de sua própria emissão detidas pelo seu controlador no âmbito da presente Oferta.";

2. dispensa da vedação à manutenção em tesouraria, por JBS, de ações de sua emissão em quantidade superior a 10% das ações em circulação no mercado

"A Oferta tem por objetivo a aquisição, pela Ofertante, de ações de sua própria emissão. Considerando que a Ofertante ainda não tem definido o valor de Vigor e suas ações, nem o valor a ser atribuído às ações de sua própria emissão, há a possibilidade de que o valor somado das ações de emissão de Vigor a serem oferecidas em permuta na Oferta seja superior ao valor equivalente a 10% (dez por cento) das ações em circulação de emissão de JBS.

Dessa forma, é possível que a Ofertante venha a adquirir ações de sua própria emissão em quantidade superior a 10% (dez por cento) das ações em circulação, o que infringiria a vedação prevista no artigo 3º da Instrução CVM 10, segundo a qual "companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% (dez por cento) de cada classe de ações em circulação no mercado".

Contudo, importante ressaltar novamente que a ocorrência de tal situação é uma mera possibilidade, não certa, já que dependerá, além dos valores a serem atribuídos às ações de Vigor e JBS para determinação da relação de permuta, da quantidade de ações que vierem a ser adquiridas pela Ofertante ao final da Oferta. Assim, é possível a Ofertante nem mesmo venha a infringir tal vedação, o que, entretanto, não afasta a necessidade da dispensa aqui solicitada em vista da possibilidade de ocorrência de tal situação.

O Colegiado desta CVM já se manifestou em diversas oportunidades sobre a possibilidade de manutenção de ações em tesouraria acima do limite permitido pela Instrução CVM 10, tendo uma série de precedentes em que a autorização para manutenção temporária de quantidade de ações em tesouraria superior a 10% (dez por cento) das ações em circulação foi concedida, como por exemplo: (i) Processo CVM RJ2009/5962; (ii) Processo CVM RJ2003/6670; e (iii) Processo CVM RJ2005/8293.

Ademais, caso a Ofertante venha a adquirir ações de sua emissão em quantidade acima da permitida na Instrução CVM 10, a manutenção dessas ações em sua tesouraria se dará meramente em caráter temporário para fins de conclusão da Oferta, não sendo intenção da Ofertante que tal desenquadramento se mantenha permanentemente.

Nesse sentido, conforme constará do Edital da Oferta, a Ofertante compromete-se a cancelar a quantidade de ações

excedentes a 97.519.895 (noventa e sete milhões, quinhentas e dezenove mil, oitocentas e noventa e cinco) ações de sua emissão em até 3 meses contados da conclusão da Oferta, sendo certo que tal número de ações representa 6,23% de seu capital social com exclusão do acionista controlador, sendo, portanto, inferior ao limite de 10% de ações em circulação em tesouraria, conforme exigido pela Instrução CVM 10.

Assim, com base no já referido artigo 23 da Instrução CVM 10, a Ofertante requer autorização para manutenção temporária em tesouraria de quantidade de ações de sua emissão superior ao equivalente a 10% (dez por cento) das ações de sua emissão em circulação, comprometendo-se a, em até 3 meses contados da conclusão da Oferta, cancelar a quantidade de ações excedente a tal limite, nos termos descritos no Edital da Oferta."

3. dispensa de elaboração e apresentação de laudo de avaliação das ações de emissão de JBS

"O artigo 8º da Instrução CVM 361 impõe ao ofertante, em uma oferta pública de aquisição de ações, a obrigação de elaborar laudo de avaliação da companhia objeto da oferta, na hipótese de o ofertante ser a própria companhia. Em se tratando de oferta de permuta, deverá também ser apresentado laudo de avaliação da companhia cujos valores mobiliários estejam sendo entregues em permuta, conforme parágrafo 7º do mesmo dispositivo, o que efetivamente ocorre no presente em caso, tendo em vista o laudo de avaliação elaborado para Vigor.

No entanto, a própria Instrução CVM 361, em seu artigo 34, atribuiu ao Colegiado da CVM o poder para conceder dispensas ou aprovar procedimentos ou formalidades próprios em situações excepcionais que justifiquem a adoção de procedimento diferenciado.

Nesse sentido, o Colegiado da CVM já admitiu a dispensa de elaboração de laudo de avaliação em certas ofertas públicas de aquisição "em casos nos quais a finalidade a que se presta o laudo – indicar parâmetros para os acionistas quanto ao preço justo –, possa ser atingida de outra forma".

É exatamente o que ocorre no presente caso submetido à análise dessa Autarquia. A JBS é uma companhia aberta, cujas ações encontram-se admitidas à negociação na BM&FBOVESPA e possuem notável liquidez e dispersão. Seu free float de 1.564.057.283 (um bilhão quinhentas e sessenta e quatro milhões, cinquenta e sete mil, duzentas e oitenta e três) ações ordinárias corresponde a 52,8% da totalidade das ações de sua emissão e encontra-se atualmente detido por mais de 11.029 (onze mil e vinte e nove) diferentes acionistas. Tomando por base os últimos 24 meses, o volume financeiro médio mensal das negociações com ações de emissão da JBS é de R\$ 633.994.300,00 (seiscentos e trinta e três milhões, novecentos e noventa e quatro mil e trezentos reais), o que representa uma média de 97.100.200 (noventa e sete milhões, cem mil e duzentas) ações negociadas mensalmente com uma quantidade média mensal de negócios de 91.151 (noventa e um mil cento e cinquenta e um).

Além disso, as ações de JBS integram o Índice Ibovespa, que é o mais importante indicador do desempenho do mercado de ações brasileiro. Para integrar o Índice Ibovespa, as ações de JBS atendem "cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira: (i) estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais; (ii) apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total; e (iii) ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período".

Ainda, as ações da JBS também integram o Índice Brasil 50 - IBRX-50, sendo esse o índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BM&FBOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Para integrar o IBRX-50, as ações de JBS atendem cumulativamente aos critérios, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira: (i) ser uma das 50 ações com maior índice de negociabilidade e (ii) ter sido negociada em pelo menos 80% dos pregões ocorridos no período.

Além dos índices acima mencionados, as ações da JBS também integram o IBRX - Índice Brasil, o Índice Brasil Amplo - IbrA, o Índice de Governança Corporativa Trade - IGCT, o Índice Valor BM&FBOVESPA - IVBX-2, o Índice de Consumo - ICON, o Índice do Setor Industrial - INDX, o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGC, o Índice Carbono Eficiente - ICO2, e, por fim, o Índice Mid-Large Cap - MLCX.

É de se notar que, haja vista a alta dispersão e liquidez das ações de JBS, a determinação do seu valor no âmbito da Oferta com base no seu valor de mercado, tal como pretendido na Oferta, cumpre plenamente com o objetivo visado pela regulamentação com a regra relacionada à necessidade de elaboração do laudo de avaliação, a saber, a indicação de parâmetros de preço justo das ações de determinada companhia na avaliação de um terceiro independente.

Deve ainda ser ressaltado o caráter voluntário da Oferta, na qual, portanto, o preço da Oferta e a relação de troca podem ser discricionariamente fixados pela Ofertante. Nesse sentido, a apresentação de laudo de avaliação das ações de emissão de JBS serviria tão somente como parâmetro de comparação para os acionistas destinatários da Oferta, e, como no presente caso, esse caráter informacional/comparativo e de determinação de adequação do preço oferecido na Oferta pode ser atingido de outra forma, o presente pedido de dispensa mostra-se plenamente justificável.

A própria CVM tem entendido por conceder a dispensa aqui solicitada em casos semelhantes, como em voto proferido no Processo CVM RJ 2005/0225, no qual a então Diretora Norma Jonssen Parente afirma que "em hipóteses já analisadas por este Colegiado, prevaleceu o entendimento de que pode ser aceito como preço justo para tais ações o valor pelo qual elas tenham sido negociadas, desde que esta negociação tenha satisfeito determinadas condições, principalmente no que tange à época da alienação acionária e à independência das partes".

Nesse sentido, guardadas as peculiaridades do caso citado em relação à Oferta, o fundamento não deixa de ser aplicável, sendo certa a independência das partes que negociam com as ações de JBS, formando o seu preço de mercado, uma vez se tratar de uma companhia aberta, cujo free float corresponde a 52,8% de seu capital social. Ademais, o período a ser proposto pela Ofertante para cálculo do valor de mercado será determinado pelo Conselho de Administração da Ofertante de forma a abranger um número de pregões suficiente para retirar os efeitos de eventuais oscilações de mercado no preço de suas ações.

A dispensa de elaboração de laudo de avaliação, com base na análise pelo Colegiado da CVM, observadas as peculiaridades de cada caso, encontra precedentes em algumas decisões, como por exemplo: (i) Processo CVM RJ2003/2369; (ii) Processo CVM RJ2009/0587; (iii) Processo CVM RJ2008/6891; (iv) Processo CVM RJ2006/4035.

Diante disso, requer a Ofertante, nos termos do artigo 34 da Instrução CVM 361 seja dispensada a elaboração de laudo de

avaliação das ações de JBS, uma vez que a determinação do valor de mercado de suas ações cumpre com o objetivo de assegurar que o público alvo da Oferta tenha meios e parâmetros suficientes para tomar uma decisão consciente e criteriosa quanto à aceitação da Oferta."

III- Manifestação da SEP

Por conta da solicitação da dispensa das vedações constantes dos arts. 2º e 3º da Instrução CVM 10 para realização da presente OPA, esta área técnica encaminhou consulta à Superintendência de Relações com Empresas – SEP, solicitando seu entendimento sobre a possibilidade de: (i) aquisição, por JBS, de ações de sua própria emissão pertencentes ao seu acionista controlador, conforme vedado pelo do art. 2º, alínea d, da Instrução CVM 10/80; e (ii) manutenção em tesouraria, por JBS, de ações de sua emissão em quantidade superior a 10% das ações em circulação no mercado, conforme vedado pelo art. 3º da Instrução CVM 10/80.

Em resposta, a SEP manifestou-se, dizendo que "a vedação contida no item "d" do art. 2º da Instrução CVM nº10/80 não deveria se aplicar às ofertas públicas registradas na CVM", e que "se a OPA acabar por registrada, não haveria óbices para autorizar o descumprimento do art. 3º da Instrução CVM nº10/80, pois a solicitação da companhia está sendo feita previamente, em um caso especial e plenamente circunstanciado, como exige o art. 23 desse mesmo normativo."

Não obstante sua manifestação favorável quanto à possibilidade de a presente OPA realizar-se pelo rito previsto na Instrução CVM 361, sem que sejam consideradas as limitações impostas pela Instrução CVM 10, a SEP reconheceu o valor da argumentação da GEA-2, que se manifestou contrariamente às dispensas requeridas nos termos do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 30/2012 e do MEMO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 25/2012, cujos principais pontos destacamos abaixo:

RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 30/2012:

"(...)

16. *Relativamente à primeira solicitação de dispensa (aquisição, por JBS, de ações de sua própria emissão pertencentes ao seu acionista controlador, conforme vedado pelo do art. 2º, alínea d, da Instrução CVM 10/80), é nosso entendimento que é papel da CVM zelar e incentivar que as ações emitidas pelas companhias sejam, à medida do possível, negociadas em bolsa de valores, mais especialmente quando tais ações são negociadas pela própria companhia, conferindo, dessa forma, maior segurança e transparência ao mercado.*

17. *Contudo, nos termos do art. 23 da Instrução CVM nº 10/80, respaldado no § 2º do art. 30 da Lei nº 6.404/76, a CVM pode autorizar as companhias a realizar operações privadas com as próprias ações, desde que em casos especiais e plenamente circunstanciados, respeitado o disposto no artigo 2º da mesma instrução. Para tanto, faz-se necessário assegurar que essa negociação privada não violará preceitos legais ou regulamentares.*

18. *No meu sentir, não há dúvida de que não cabe ao aplicador da norma buscar interpretações desta, de maneira que atinja solução que seja mais conveniente aos interesses específicos dos controladores de JBS, conforme discriminado abaixo:*

"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."

"Art. 2º - A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

a) importar diminuição do capital social;

b) requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço;

c) criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não equitativas;

d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;

e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações." (grifos deles)

19. *Ratificando o meu entendimento, a participação do acionista controlador na oferta pública é proibida pelo art. 2º, "d", da Instrução 10 e reforçado pelo disposto na Nota Explicativa n.º16/1980, cujo conteúdo é reproduzido a seguir, sobre a exposição de motivos para a referida vedação.*

20. *"A ampla gama de deveres impostos ao acionista controlador, por força do natural acesso às fontes decisórias da sociedade, recomenda o afastamento de suas ações para os efeitos de aquisição pela companhia, de modo a evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária." (grifo deles)*

21. *Entendo como cristalino que o motivo da proibição de aquisição de ações do acionista controlador no caso concreto é o acesso deste às fontes decisórias da sociedade. Na sequência da leitura do texto, a finalidade da vedação determinada é evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária.*

22. *Reforço que não se trata, apenas, da preponderância do acionista controlador sobre as decisões da empresa como razão para o impedimento existente, como também, ressalto, o seu inevitável acesso privilegiado às informações sobre a empresa e sobre o negócio, em particular.*

"(...)

26. *No meu entendimento, o que poderia anular uma eventual proibição, ou conceder-se a dispensa, é a cessação das causas existentes e não dos propósitos da operação, ao contrário do acima descrito. Por conseguinte, a nosso ver, a aquisição de ações do grupo controlador é vedada pelo art. 2º, "d", da Instrução 10, ainda que estendida aos minoritários, porque o poder de decisão e as informações privilegiadas sobre a estratégia do negócio e os preços de troca ainda estão ao alcance do acionista majoritário.*

27. Portanto, não há hipótese de se avaliar soluções diversas para essa mesma questão, nem necessidade de se fazer uma síntese de diferentes normativos.

28. A proposta apresentada pela companhia pode ser a menos complexa, mas certamente não se mostra a mais democrática. Na verdade, equivale a autorizar uma operação privada, proibida pela norma, que, eventualmente, permitirá garantir vantagem indevida a um único comprador, o grupo de controle.

29. Por oportuno, considerando a hipótese de utilizarem-se os outros mecanismos para a aquisição de ações da VIGOR pelos controladores da JBS, esta deveria divulgar aos acionistas os critérios de avaliação utilizados para o estabelecimento do preço de permuta, adaptando-se o disposto no art. 256 da Lei 6.404/76, ou do preço de emissão, adaptando-se o disposto no art. 170, § 3º, ou, ainda, da relação de troca, adaptando-se o disposto no art. 224, conforme o caso, inclusive o laudo de avaliação, a fim de que a utilização do mecanismo pretendido pela Companhia, com autorização da CVM, não redunde em redução do nível de informação que se seria assegurado aos acionistas nas outras hipóteses.

30. Finalmente, entendo como cristalino que o art. 2.º, d, da Instrução CVM 10/80 é definitiva restrição capaz de impedir a CVM de se utilizar da liberdade que lhe confere o art. 23 da mesma Instrução. Na verdade, entendo que a dispensa pretendida corresponde à aquisição que o art. 2.º proíbe. A preocupação da Instrução 10/80, entre outras, é que essa interferência do controlador possa influenciar na formação do preço das ações, de forma irregular ou inadequada.

31. Como justificativa para fortalecer o pedido de dispensa da vedação de manutenção em tesouraria, pela JBS S/A, de ações de sua emissão em quantidade superior ao equivalente a 10% das ações de sua emissão em circulação no mercado, conforme vedado pelo artigo 3º da Instrução CVM nº 10/80 (manutenção em tesouraria, por JBS, de ações de sua emissão em quantidade superior a 10% das ações em circulação no mercado, conforme vedado pelo art. 3º da Instrução CVM 10/80), a emissora sustenta que em face da indefinição do valor de VIGOR e de suas ações, além da indefinição do valor a ser atribuído às ações de própria emissão da JBS, há a possibilidade de que o valor somado das ações de emissão da JBS a serem oferecidas em permuta na oferta seja superior ao valor equivalente a 10% das ações em circulação de emissão da JBS. Mesmo considerando que tal situação é mera possibilidade, já que dependerá dos valores a serem atribuídos às ações das duas companhias e da quantidade de ações que vierem a ser adquiridas ao final da oferta pela ofertante, não fica afastada a necessidade da solicitação da dispensa.

32. Além disso, apresenta as várias oportunidades em que o Colegiado já se manifestou sobre a possibilidade de manutenção de ações em tesouraria acima do limite de 10% permitido pela Instrução CVM nº 10/80 (processos CVM RJ2009/5962; CVM RJ2003/6670; CVM RJ2005/8293).

33. Por fim, declara que caso a ofertante venha a adquirir ações de sua emissão em quantidade acima do permitido na Instrução CVM nº 10/80, a manutenção dessas ações em tesouraria dar-se-á em caráter temporário. Nesse sentido, constará do Edital de Oferta que a ofertante se compromete a cancelar a quantidade de ações excedentes a 97.519.895 ações de sua emissão em até três meses contados da data da conclusão da oferta, representando 6,23% do seu free-float (6,23% X 1.564.057.283 ações).

34. Com relação às várias oportunidades em que o Colegiado já se manifestou sobre a possibilidade de manutenção de ações em tesouraria acima do limite de 10%, temos a ressaltar que considerando uma análise detalhada dos processos discriminados, todos apresentam pedido parecido ao que estamos analisando, entretanto suas naturezas divergem totalmente.

35. O PROC. RJ2009/5962 refere-se a pedido da Companhia Siderúrgica Nacional - CSN e CSN Madeira Ltda. para que a CVM autorize a realização de operações privadas com ações de sua própria emissão, em exceção à Instrução 10/80. A necessidade de a Companhia negociar com suas próprias ações adveio da intenção de liquidar operação financeira de TOTAL RETURN EQUITY SWAP celebrado em 2003 por sua subsidiária CSN Madeira sem provocar oscilações indesejáveis na cotação de suas ações.

36. Registro, por importante, que o Diretor Eli Loria manifestou-se durante a reunião contrariamente ao pleito da Companhia, entendendo não ser nem oportuno nem conveniente seu deferimento.

37. E registro, ainda, que o Diretor Otavio Yazbek igualmente apresentou voto divergente, no qual expôs seu entendimento de que a contratação e o encerramento antecipado do contrato são decisões negociais tomadas pela Companhia e não seria legítimo, ante uma decisão com efeitos claramente delimitados desde o início, afastar a regra vigente, permitindo a aquisição pretendida além do que seria, a rigor, possível. Por essa razão, o Diretor entendeu inoportuno ajustar as regras da CVM a situação peculiar da Companhia decorrente de decisão informada tomada pela própria Companhia. (grifei)

38. O Colegiado tem autorizado algumas transações privadas pelas empresas com valores mobiliários de sua emissão, sempre condicionadas a preços de mercado, conforme decisões proferidas nos Processos RJ/2009/6834, RJ/2009/9389, RJ/2008/12392 e RJ/2008/2748. Vale ressaltar que, conforme descrito no processo RJ/2008/2748 - SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. E VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A., em sede de recurso "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."

39. O PROC. RJ2003/6670 refere-se a pedido da Unibanco Holdings S/A "Holdings" ou "ofertante", para que a CVM permita a realização de OPA com procedimento diferenciado, que especifica, envolvendo a permuta de ações preferenciais de emissão do Unibanco – União de Bancos Brasileiros S/A e preferenciais classe "B" de emissão da Holdings, visando a conversão de pares dessas ações em certificados de depósito de ações, conhecidos como "Units", contendo uma ação de cada.

40. Portanto, não existe similaridade entre as naturezas dos pedidos.

41. O PROC. RJ2005/8293 refere-se a pedido da Gafisa S.A. no bojo de processo de reestruturação societária então em curso, o qual envolvia a incorporação, pela Gafisa, da Urucari Participações Ltda., sociedade integrante de seu bloco de controle.

42. Observando o teor do pedido, fica claro que a reorganização societária depende da expressa aquiescência de todos os acionistas ou sócios das sociedades em questão, não havendo que se falar, por conseguinte, em tratamento assimétrico ou em conduta abusiva do controlador em face de investidores minoritários. Em outras palavras, estamos diante de ajustes negociais de controladores versus controladores, já que os acionistas controladores, nesse PROC. RJ2005/8293 detêm quase a totalidade do capital social (95,72%).

43. Nesse processo, todos os minoritários são investidores institucionais e todas as operações dependem da sua expressa concordância. Portanto, fica claro que não há existência de minoritários que possam ser prejudicados pela operação ou que necessitem da tutela da CVM.

(...)

45. Sendo assim, entendo como inadequado que a CVM se valha do art. 23 da Instrução CVM 10/80 para excepcionalmente autorizar a operação, já que o limite de 10% previsto no art. 3.º da Instrução visa exatamente à não interferência do controlador na formação do preço das ações.

46. Chamo a atenção para o eventual uso indevido do poder de controle ligado diretamente à subavaliação, ou sobreavaliação, da relação de troca que venha a prejudicar os acionistas minoritários da companhia. Há que se considerar que aquele que detém o poder de mando e que, provavelmente, represente o poder e a vontade suficientes para determinar a direção da deliberação detenha interesse maior direto ou indireto na operação e nessa linha o mal uso do instrumento poderia vir da inadequada avaliação das companhias e da relação de troca, de modo que ao término da operação ele passe a ter uma participação diferenciada na companhia, como resultado final da OPA.

47. O ponto de referência para subsidiar qualquer decisão seria, então, que, potencialmente, há uma minoria que merece proteção nessa operação, haja vista que pode haver um injustificado desequilíbrio na relação de troca das ações objeto da OPA, sujeito à definição de preço e demais condições estabelecidas no edital.

48. Na verdade, não há nenhuma garantia de que os acionistas minoritários estarão protegidos durante e ao final da operação.

49. A leitura das Notas Explicativas da Instrução CVM 10/80 indica que as três principais preocupações e objetivos da norma de exceção são: a) a preservação do capital social; b) a tutela da informação; c) e, finalmente, a formação de preço no mercado sem a interferência da companhia.

(...)50. Preliminarmente, não há o que criticar em relação à manutenção das ações em tesouraria, uma vez que não há indícios de que tal procedimento prejudicaria o princípio da intangibilidade do capital, mantendo-se preservados os direitos pessoais dos acionistas e da sua caracterização como fonte de segurança para os credores, já que serão mantidas em tesouraria, apenas e nos estritos limites das reservas admitidas pela legislação.

51. Tenho o mesmo entendimento, ressalvado o fato da falta de informações específicas quanto a preço base para a relação de troca de ações, pelo menos até o momento, com relação ao fornecimento de informações gerais sobre a operação, novamente advertindo sobre a falta de informações completas relativas à precificação da operação.

52. Em terceiro lugar, e aqui temos o ponto principal e de grande risco para os acionistas não controladores, não há mercado, nem processo de formação de preço das ações da VIGOR.

53. Nesse ponto afirmo a existência de risco de criação de condições artificiais de demanda e preço das ações, precauções que entendo extremamente necessárias na referida oferta.

54. Em resumo, entendo que a sendo concedidas as dispensas requeridas há risco de distorção da finalidade da Instrução CVM n.º 10, o que poderia propiciar à Companhia e seus controladores a possibilidade de contornar as restrições impostas pela Instrução, obtendo vantagem indevida e indesejada.

Conclusão

55. Com base nesses motivos e com base nas circunstâncias de excepcionalidade requeridas, que em meu entendimento poderiam ser evitadas com a adoção de procedimentos mais adequados de obediência à legislação e aos mais modernos requisitos de governança corporativa, sem que houvesse prejuízo à consecução da OPA, é que considero que a CVM não autorize a JBS S/A a:

56. (i) aquisição pela JBS S/A de ações de sua própria emissão pertencentes ao seu acionista controlador, conforme vedado pelo artigo 2º, (d) da Instrução CVM n.º 10/80; e

57. (ii) manutenção em tesouraria, pela JBS S/A, de ações de sua emissão em quantidade superior ao equivalente a 10% das ações de sua emissão em circulação no mercado, conforme vedado pelo artigo 3º da Instrução CVM n.º 10/80.

58. Reforço o fato que a aquisição pela Companhia das ações de acionista controlador, nesse caso em especial, é indevida, nos termos do art. 2º, "d" da Instrução 10, porque estará sujeita ao poder de decisão diferenciado da Controladora, além do acesso à informação privilegiada que ela possui sobre a operação.

59. Embora o art. 23 da Instrução 10 admita tratamento excepcional para casos especiais, faz também restrições justamente em relação ao art. 2º e, portanto, sou pelo indeferimento do pedido de dispensa das vedações relativas à Instrução CVM n.º 10/80, nos termos requeridos pela JBS S/A."

MEMO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 25/2012:

"Concordo com a opinião do analista Jairo Corrêa de Sá expressa no RA/CVM/SEP/GEA-2 nº30/12, pelo indeferimento da solicitação da companhia. Com efeito, o artigo 23 da Instrução CVM nº 10/80, não alcança a recompra de ações de própria emissão, pertencentes ao controlador, tendo em vista que tal restrição está no seu artigo 2º, cláusula pétrea da referida norma.

O artigo 30 da Lei Societária proíbe a companhia de negociar com ações de própria emissão, salvo nos casos de manutenção em tesouraria para posterior alienação ou cancelamento, regulada pela referida Instrução 10, reembolso (artigo 45 da Lei 6404/76), resgate e amortização (artigo 44 da Lei 6404/76). E no artigo 4-A da mesma lei, há também a mesma possibilidade, desde que para fins de cancelamento de registro de companhia aberta, hipótese regulamentada pela Instrução CVM n.º 361/03. Não há previsão para a companhia negociar com as próprias ações com fins de efetuar uma reestruturação societária, como quer a companhia.

O Colegiado da CVM se manifestou no caso de que trata o Processo CVM-RJ/2011-1532 no sentido de que a Instrução CVM nº10/80 não se aplicaria à oferta pública de aquisição da totalidade dos bônus de subscrição de emissão da Minerva S.A. Não se delibrou nessa oportunidade, por uma exceção às limitações impostas pela Instrução CVM nº 10/80, muito menos pela

flexibilização das dispensas previstas pelo artigo 23 dessa norma, que não alcança o seu artigo 2º. Entendo que a referida deliberação Colegiada não se aplica ao caso presente.

Assim, entendo que o pleito da companhia não está previsto pela lei societária e não merece prosperar."

IV- Nossas Considerações

Preliminarmente, manifestamos nosso entendimento de que o caso concreto apresenta características "que justifiquem a aquisição de ações (...) com procedimento diferenciado, (...) para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público", nos termos do caput do art. 34 da Instrução CVM 361.

Isso porque, embora a presente oferta não se enquadre nos exemplos elencados nos incisos I a V do § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361, tratar-se de OPA voluntária, formulada pela própria companhia objeto, envolvendo permuta por ações de emissão de Vigor, sua subsidiária integral, que pretende se estender ainda aos acionistas controladores, de modo que toda a base acionária de JBS possa igualmente aderir à oferta, exclusivamente ao limite máximo de 5,051% da participação de cada acionista.

Vale ressaltar a intenção de JBS que, ao fim, Vigor, ativo de sua exclusividade atualmente (consequentemente, de seus acionistas), venha a ser uma companhia listada no Novo Mercado da BM&FBovespa, com a possibilidade de manter em sua base acionária a mesma base observada hoje em JBS.

Por tais razões, e considerando ainda as características da operação, conforme descritas no item "Histórico / Características da OPA" acima, resta claro que estamos diante de operação sem precedente no mercado brasileiro.

Entretanto, da análise dessa operação não vislumbramos como sua concretização possa trazer prejuízo para a JBS, para Vigor, para os acionistas objeto da OPA ou para o mercado, bem como entendemos que a mesma atende ao princípio do interesse público, necessário de ser observado em casos como o presente.

Não obstante, concordamos com as seguintes palavras, constantes do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 30/2012: "não há dúvida de que não cabe ao aplicador da norma buscar interpretações desta, de maneira que atinja solução que seja mais conveniente aos interesses específicos dos controladores de JBS".

Por conta disso, entendemos que o primeiro ponto a ser verificado é a possibilidade de a OPA em tela ser realizada à luz da Lei e das normas vigentes.

Para tanto, ressaltamos que o tema da negociação de companhia com ações de sua própria emissão é tratado na Lei 6.404/76 (LSA), como se verifica no seguinte disposto em seu art. 30:

"Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

(...)

b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;

(...)

§ 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso.

(...)"

O dispositivo legal que veda tal negociação ressalva situações específicas, entre as quais "a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social", e em observância "às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários".

Como já demonstrado no item "Histórico / Características da OPA" acima, a presente oferta pode ser caracterizada como uma negociação de JBS com ações de sua própria emissão para permanência em tesouraria, pelo prazo de até 90 dias da data do leilão, dentro do qual tais ações serão canceladas, observando às normas expedidas pela CVM.

Diferentemente da conclusão da SEP, de que "a vedação contida no item "d" do art. 2º da Instrução CVM nº10/80 não deveria se aplicar às ofertas públicas registradas na CVM", entendemos que a presente OPA deve observar o que preceituam as Instruções CVM 10 e 361, conjuntamente, sem prejuízo de ser dispensada pelo Colegiado da CVM de uma ou mais limitações impostas por essas normas, desde que, por óbvio, tais dispensas não firam os preceitos da Lei.

Quanto à necessidade de se respeitar "o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social", cabe destacar que, de acordo com as demonstrações financeiras anuais da Ofertante, datada de 31/12/2011, essa conta monta de R\$ 2.528,3 milhões.

Considerando que o valor da OPA será de R\$ 1.191,69 milhões, caso todos os acionistas de JBS adiram com o número máximo permitido das ações que detêm (5,051% de suas participações), concluímos que a operação atende ao disposto na alínea b) do § 1º do art. 30 da LSA.

Por esses motivos, então, entendemos que a oferta atende à ressalva prevista no dispositivo legal supramencionado, sem que tenhamos observado a existência de outro dispositivo legal que vede a realização da OPA em tela, nos termos requeridos pela Ofertante.

Quanto à necessidade de serem atendidas as Instruções CVM 10 e 361 conjuntamente, destacamos que a própria Instrução CVM 361 ressalta que a negociação por parte da companhia com ações de sua própria emissão deve observar, ainda, os limites previstos em regulamentação própria estabelecida pela CVM, como, por exemplo, na seguinte redação do p.u. do art.

"Art. 16, p.u. Sem prejuízo das restrições legais aplicáveis, quando a OPA para cancelamento de registro for efetuada pela própria companhia, os limites de negociação com as próprias ações estabelecidos pela CVM em regulamentação própria somente incidirão caso não seja alcançado o requisito de aceitação do inciso II deste artigo, observando-se ainda, neste caso, o limite de que trata o inciso I do art. 15."

Da redação acima verificamos que a única possibilidade de dispensa à observação aos "limites de negociação com as próprias ações estabelecidos pela CVM em regulamentação própria" é a OPA para cancelamento de registro que atinja o quórum de sucesso previsto no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361.

Logo, para o caso concreto de OPA formulada pela própria companhia objeto devem ser observados os limites previstos na Instrução CVM 10, entre os quais se incluem as vedações de aquisição de ações detidas pelo acionista controlador e de manutenção em tesouraria de ações em quantidade superior a 10% das ações em circulação, conforme previstas nos arts. 2º e 3º dessa norma.

As referidas dispensas foram tratadas pela SEP, que se manifestou, dizendo que "a vedação contida no item "d" do art. 2º da Instrução CVM nº10/80 não deveria se aplicar às ofertas públicas registradas na CVM", e que "se a OPA acabar por registrada, não haveria óbices para autorizar o descumprimento do art. 3º da Instrução CVM nº10/80, pois a solicitação da companhia está sendo feita previamente, em um caso especial e plenamente circunstanciado, como exige o art. 23 desse mesmo normativo."

A GEA-2, por sua vez, manifestou-se contrariamente às dispensas requeridas nos termos do RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 30/2012 e do MEMO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 25/2012, cujos principais pontos foram destacados acima. Sua conclusão é que "o pleito da companhia não está previsto pela lei societária e não merece prosperar."

Como já adiantamos acima, nosso entendimento diverge das duas áreas técnicas (GEA-2 e SEP). Da GEA-2, por não vermos vedação legal à realização da presente OPA, nos termos propostos pela Ofertante. Da SEP, por considerarmos que as vedações constantes dos arts. 2º e 3º da Instrução CVM 10 se aplicam, a princípio, a quaisquer negociações de companhia com ações de sua própria emissão, ainda que sejam realizadas por meio da OPA prevista na Instrução CVM 361.

Não obstante, como tais vedações não decorrem de dispositivos legais, mas de norma expedida pela CVM, entendemos ser possível ao Colegiado, analisando o caso concreto, deliberar favoravelmente à dispensa das mesmas.

Assim, com vistas a subsidiar o Colegiado da CVM nessa análise, caso julgue pertinente prosseguir, acrescentamos nosso entendimento sobre tais dispensas.

1. Quanto à possibilidade de aquisição, por JBS, de ações de sua própria emissão pertencentes ao seu acionista controlador

Sobre esse tema, destacamos o seguinte disposto na alínea d) do art. 2º da Instrução CVM 10:

"Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

(...)

d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;

(...)."

Pelo fato de a presente oferta ser estendida ao controlador, estamos diante de situação que poderia caracterizar privilégio do mesmo perante aos demais acionistas, observação feita pelo RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº 30/2012, com as seguintes palavras:

"19. Ratificando o meu entendimento, a participação do acionista controlador na oferta pública é proibida pelo art. 2º, "d", da Instrução 10 e reforçado pelo disposto na Nota Explicativa n.º16/1980, cujo conteúdo é reproduzido a seguir, sobre a exposição de motivos para a referida vedação.

20. "A ampla gama de deveres impostos ao acionista controlador, por força do natural acesso às fontes decisórias da sociedade, recomenda o afastamento de suas ações para os efeitos de aquisição pela companhia, de modo a evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária." (grifos deles)

21. Entendo como cristalino que o motivo da proibição de aquisição de ações do acionista controlador no caso concreto é o acesso deste às fontes decisórias da sociedade. Na sequência da leitura do texto, a finalidade da vedação determinada é evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária.

22. Reforço que não se trata, apenas, da preponderância do acionista controlador sobre as decisões da empresa como razão para o impedimento existente, como também, ressalto, o seu inevitável acesso privilegiado às informações sobre a empresa e sobre o negócio, em particular."

Esse tema de eventual privilégio de acionista controlador em relação aos demais acionistas, em operações como a presente OPA, foi tratado também pela Diretora Luciana Pires Dias, nos seguintes termos voto constante do Processo RJ-2011-1532 (consulta sobre a possibilidade de OPA para aquisição de bônus de subscrição de Minerva S.A. – ata de 14/6/2011):

"35. Nos termos da Nota Explicativa n.º 16, de 1980, o legislador original adotou a restrição do art. 2º, "d", da Instrução CVM n.º 10, de 1980, para evitar que o acionista controlador pudesse estar em situação de privilégio em relação aos demais acionistas: "[a] ampla gama de deveres impostos ao acionista controlador, por força do natural acesso às fontes decisórias da sociedade, recomenda o afastamento de suas ações para os efeitos de aquisição pela companhia, de modo a evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária."

36. Não acredito que a operação de oferta de aquisição dos bônus de subscrição de emissão da Minerva possa criar privilégios para o Acionista Controlador que já não existam nas condições atuais. Isto porque, uma das premissas das ofertas públicas de aquisição reguladas pela CVM e conforme o proposto pela Companhia, é o tratamento igualitário dos acionistas. Assim, o

Acionista Controlador e todos os outros acionistas terão as mesmas condições de aderir à oferta. Outra premissa importante é a da ampla publicidade da oferta, que neste caso, conforme proposto pela Minerva, ocorreria em leilão a ser realizado em data previa e publicamente divulgada a todo o mercado."

Nosso entendimento é de que, numa OPA que se estenda ao acionista controlador, esse estará sempre em posição de privilégio perante a comunidade acionária, ainda que consideremos premissas como: (i) "o tratamento igualitário dos acionistas"; (ii) que o "[a]cionista [c]ontrolador e todos os outros acionistas [tenham] as mesmas condições de aderir à oferta"; e (iii) a "ampla publicidade da oferta, que (...) [ocorra] em leilão a ser realizado em data previa e publicamente divulgada a todo o mercado", pois o acionista controlador é sempre um *insider*, potencial detentor de informações que o restante do mercado desconhece.

No caso concreto, contudo, entendemos que a combinação dos seguintes fatores presentes na OPA em tela atenua as eventuais assimetrias entre acionista controlador e minoritários, para efeito de sua efetivação:

- i) a oferta é formulada em igualdade de condições a toda a base acionária de JBS;
- ii) cada acionista somente poderá aderir à OPA, caso a considere oportuna, no limite máximo de 5,051% da quantidade de ações de JBS que detém;
- iii) o acionista controlador, em atendimento a exigência formulada por esta área técnica, já divulgou que fará adesão exatamente no limite máximo que lhe é permitido, conforme se verifica claramente do item 12.5 da minuta do edital:

"12.5 Compromisso Firme da FB e do Banco Original S.A. de Participação na Oferta. Na condição de acionista controladora da JBS, a FB, em conjunto com o Banco Original S.A., declaram que participarão da Oferta com as respectivas quantidades de ações equivalentes à Quantidade Máxima de Ações Habilitadas por Acionista que lhes couber."; e

iv) a operação não ensejará alteração no comando de JBS.

Assim, não vemos óbice à dispensa da vedação constante da alínea d) do art. 2º da Instrução CVM 10, de modo que o acionista controlador possa participar da OPA, nos termos propostos.

2. Quanto à possibilidade de manutenção em tesouraria, por JBS, de ações de sua emissão em quantidade superior a 10% das ações em circulação no mercado

Sobre esse tema, destacamos o seguinte disposto no art. 3º da Instrução CVM 10:

"Art. 3º As companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% (dez por cento) de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações existentes, mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas."

Já a Nota Explicativa CVM 16/80 esclarece:

"As regras básicas, cujo preenchimento habilita a companhia a praticar as operações aqui tratadas, não poderiam deixar de mencionar um limite à quantidade de títulos a serem mantidos em tesouraria, uma vez que a efetiva capacidade de a companhia influir no mercado de suas próprias ações requer se delimite o alcance do instrumento criado, a fim de evitar distorções prejudiciais ao funcionamento regular e ordenado deste mercado."

(...)

As ações enquanto mantidas em tesouraria não terão direitos patrimoniais ou políticos.

Esta norma importa na suspensão de todos os direitos inerentes às ações, o que significa a impossibilidade temporária de seu exercício, em razão de expressa recomendação de lei.

A esterilidade temporária a que estão submetidas as ações em tesouraria tem por finalidade erradicar qualquer possibilidade de a companhia vir a atuar como acionista de si mesma.

Logicamente, bonificar as ações em tesouraria, em decorrência da capitalização de lucros e reservas, importaria permitir que a companhia participasse dos lucros sociais.

A CVM, a propósito da impossibilidade de visualizar todas as hipóteses fáticas com relação às ações em tesouraria, não afasta definitivamente a utilização do expediente quando, mesmo sem a obediência a algum dispositivo, que não os insuplantáveis, previsto na Instrução, a aquisição ou venda das próprias ações possam ser realizadas sem prejuízo para a companhia, para o acionista ou para o mercado. Para tanto, o exame prévio, previsto pelo art. 23 tem por fim possibilitar o uso da mecânica em caráter excepcional."

Assim, por entendermos que o caso concreto não oferece os conflitos mencionados na referida Nota Explicativa, acompanhamos o seguinte entendimento da SEP: "se a OPA acabar por registrada, não haveria óbices para autorizar o descumprimento do art. 3º da Instrução CVM nº10/80, pois a solicitação da companhia está sendo feita previamente, em um caso especial e plenamente circunstanciado, como exige o art. 23 desse mesmo normativo", pelo que não vemos óbice à dispensa da vedação constante do art. 3º da Instrução CVM 10 para o caso concreto, devendo as ações de JBS serem canceladas no prazo de 90 dias contados da data do leilão da OPA.

3. Quanto à possibilidade de dispensa de elaboração e apresentação de laudo de avaliação de JBS

Sobre a elaboração e apresentação de laudo de avaliação de JBS, observamos que esse documento é exigido pelo art. 8º da Instrução CVM 361, que dispõe:

"Art. 8º Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle."

Já os arts. 31 e 33 da mesma norma, que tratam mais especificamente das OPA voluntária e de permuta, respectivamente, ratificam a aplicação do art. 8º, nos seguintes termos, respectivamente:

"Art. 31. Qualquer OPA voluntária, originária ou concorrente, de ações de companhia aberta, quer tenha por objeto parte, quer a totalidade das ações de emissão da companhia, obedecerá ao disposto nos arts. 4º a 8º-A e 10 a 15-B, no que couberem."; e

"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-A e 10 a 15-B."

Mais precisamente, como se observa do art. 33 da Instrução CVM 361, além do registro da oferta (art. 9) e da elaboração de laudo de avaliação da companhia objeto (grifo nosso) (art. 8º), o caso concreto deve atender ainda a outros procedimentos gerais de OPA, como: contratação de instituição intermediária (art. 7º), publicação de instrumento de OPA em forma de edital (art. 11), e leilão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado (art. 12), bem como às vedações previstas nos arts. 14 e 15 da Instrução CVM 361.

À exceção da elaboração do laudo de avaliação da companhia objeto, verificamos os demais procedimentos de OPA, mencionados acima, e consideramos que os mesmos encontram-se devidamente contemplados nos documentos que instruem a presente oferta.

Ademais, cabe ressaltar que, embora o art. 8º da Instrução CVM 361 preveja a elaboração de laudo de avaliação da companhia que formular oferta pública para aquisição de ações de sua própria emissão, como no caso presente, a OPA em tela é voluntária, não se aplicando à mesma a definição de "preço justo" prevista no § 4º do art. 4º da LSA, requisito exigido nas OPA para cancelamento de registro ou por aumento de participação.

Assim, consideramos aplicável à presente OPA o seguinte entendimento, constante do voto do então Diretor Marcos Barbosa Pinto, no âmbito do Processo CVM nº RJ- 2007-11573, que tratava de recurso contra decisão da SRE no âmbito da OPA por alienação de controle da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (ata de 4/10/2007 – vale ressaltar que à época, antes da edição da Instrução CVM 487, a regra exigia a elaboração de laudo para essa modalidade de OPA):

"2.2 Nas ofertas públicas do art. 254-A, o laudo de avaliação tem, em princípio, uma função meramente informativa. Nestas ofertas, o preço de compra é determinado por lei, a saber, 80% do valor pago aos controladores. A função do laudo, nesse contexto, é apenas fornecer elementos adicionais para que os acionistas possam decidir se vendem ou não sua participação.

(...)

2.4 Nas ofertas por alienação direta, a determinação do preço é relativamente fácil. Na maioria dos casos, basta obter cópia do contrato de compra e venda celebrado entre o adquirente e o alienante, calcular o preço pago ao alienante por ação que integra o bloco de controle e aplicar o percentual de 80% previsto na lei. Tem-se assim o preço da oferta."

Aplicando o princípio de proporcionalidade e razoabilidade a cada caso específico, o Colegiado da CVM, com base no entendimento acima, deliberou favoravelmente à dispensa de elaboração de laudo de avaliação nas seguintes OPA por alienação de controle, à época em que tal documento ainda era uma exigência da norma, embora não houvesse a obrigatoriedade legal de se formular a oferta com base em critério mais adequado à determinação do preço justo da companhia objeto:

- i. Refinaria de Petróleos Manguinhos S.A. – Processo RJ-2009-0587 - Decisão de 14/7/2009;
- ii. Banco Nossa Caixa S.A. – Processo RJ-2009-0610 - Decisão de 30/6/2009; e
- iii. Recrusul S.A. – Processo RJ-2008-6891 - Decisão de 24/3/2009.

Cabe ressaltar que os precedentes de Refinaria Manguinhos e de Recrusul consideraram, ainda, que a elaboração de laudo de avaliação elevaria demasiadamente o valor das OPA.

Já o precedente de Nossa Caixa previa a disponibilização de documento alternativo de avaliação da companhia objeto, nos sites da ofertante, da companhia, da BM&FBovespa e da CVM, fornecendo aos acionistas parâmetro para a tomada de decisão, o que foi considerado suficiente para atender ao seguinte princípio constante do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361:

"Art. 4º, II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA".

No presente caso, diferentemente dos precedentes de Refinaria Manguinhos e de Recrusul, o custo com a elaboração de laudo de avaliação – que para uma companhia do porte da JBS estaria em torno de R\$ 800 mil, é compatível com o valor total da OPA, representando cerca de 0,067% do montante máximo atribuído à mesma – R\$ 1.191.691.600,00, considerando as 149,71 milhões de ações ordinárias objeto do leilão ao valor de R\$ 7,96 atribuído às ações objeto da permuta.

Ademais, o caso em tela não prevê a disponibilização de documentos alternativos de avaliação da Companhia, que possam fornecer elementos necessários à tomada de decisão por parte dos minoritários, como no precedente de Nossa Caixa.

Por outro lado, conforme alega a Ofertante, JBS é companhia listada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, sendo suas ações dotadas de boa liquidez e dispersão, com *free float* em torno de 53% de seu capital social, integrando os principais índices da Bolsa de Valores como Ibovespa, IBrX-50, IBrX, IbrA, IGCT, IVBX-2, ICON, INDX, IGC, entre outros.

Portanto, tendo em vista as características das ações de JBS, conforme mencionadas acima, entendemos que a determinação do valor da Companhia, no âmbito da presente OPA, com base em seu valor de mercado cumpre com o objetivo visado pela elaboração do laudo de avaliação, para o caso concreto, dotando os acionistas objeto de "*elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA*", nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361.

Além dos precedentes supramencionados, destacamos a seguinte decisão do Colegiado, datada de 31/8/2010, no âmbito da OPA voluntária de Randon S.A. Implementos e Participações (Processo RJ-2010-7754), que consideramos mais aderente ao

presente caso:

"Trata-se de apreciação de pedido apresentado pelo Banco Geração Futuro de Investimentos S.A., por ordem da Dramd Participação e Administração Ltda. (Ofertante), nos termos do disposto no art. 34 da Instrução 361/02, para adoção de procedimento diferenciado, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações ordinárias para aumento de participação da Ofertante na sua controlada Randon S.A. Implementos e Participações (Companhia), mediante permuta por ações preferenciais da própria Companhia.

A Ofertante solicitou que seja dispensada da elaboração do laudo de avaliação da Companhia, a que se refere o art. 33 da Instrução 361/02. Argumentou que a elaboração do laudo não se justificaria uma vez que a relação de troca estabelecida para a OPA é a mesma que fora negociada no contrato de permuta de ações celebrado, em 17 de dezembro de 2009, com a Previ, que é uma parte independente e qualificada. Dessa forma, a finalidade do laudo, consistente em oferecer uma informação para avaliar a equidade de relação de troca, já teria sido suprida pela existência de negociação prévia entre partes independentes. Aduz ainda que, excepcionadas as ações ordinárias detidas pela Previ, as demais ações ordinárias em circulação estão concentradas nas mãos de um número reduzido de acionistas.

Considerando a manifestação da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE consubstanciada no MEMO/SRE/GER-1/150/10, e em linha com os precedentes, o Colegiado deliberou conceder a dispensa solicitada."

Naquele caso, o custo com a elaboração de laudo de avaliação não era desproporcional ao valor da OPA (o montante atribuído à mesma era de R\$ 145.908.233,28), a exemplo do que acontece com o caso concreto.

As principais características observadas pelo Colegiado para a concessão da dispensa de elaboração de laudo de avaliação naquele caso foram:

(i) havia um acordo de negociação entre a ofertante e a PREVI, em que se comprometiam a permutar 5.500.000 ações ordinárias de emissão de Randon, detidas pela PREVI, por 4.782.608 ações preferenciais, também de emissão de Randon, detidas pela ofertante, de modo que a relação de troca era de 1,15 ações ordinárias por 1 ação preferencial;

(ii) a relação de troca supramencionada havia sido definida com base nas negociações dessas diferentes espécies no mercado, utilizando-se como critério: (a) a média de cotação das ações ordinárias e preferenciais da Randon no período compreendido entre 1/3/2007 e 1/12/2008; e (b) o volume médio de negócios com tais ações durante o mesmo espaço de tempo; e

(iii) essa mesma relação de troca era estendida aos acionistas objeto daquela OPA.

Verifica-se na OPA de Randon, em que o laudo de avaliação também não tinha a finalidade de subsidiar a definição do "preço justo", previsto no § 4º do art. 4º da LSA, mas de balizamento de preço das ações objeto, que a precificação pelo mercado das ações preferenciais e ordinárias daquela companhia foi considerado elemento suficiente para dotar os acionistas objeto da oferta de elemento necessário "à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA".

Dito isso, e considerando, ainda, que foi elaborado laudo de avaliação de Vigor, nos termos requeridos pela Instrução CVM 361, não vemos óbice à dispensa de elaboração de laudo de avaliação de JBS para a presente OPA voluntária.

1. Quanto à possibilidade de dispensa de prospecto

Sobre esse tema, destacamos que 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 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."

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 ações de Vigor.

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 de Vigor.

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

Ademais, em atendimento às nossas exigências, foram inseridas informações no edital da OPA sobre os riscos dos valores mobiliários ofertado em permuta, deixando mais transparentes as características das ações de Vigor.

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 tanto para a OPA em tela, bem como para qualquer OPA de permuta que observe as características aqui descritas.

V- Conclusão

Tendo em vista todo o acima exposto, propomos o envio do presente Processo à SGE, a fim de que seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora do caso, ressaltando que somos favoráveis à concessão do registro da OPA em tela, com as dispensas de:

1. vedação a aquisição, por JBS, de ações de sua própria emissão pertencentes ao seu acionista controlador (art. 2º, alínea d, da Instrução CVM 10);
2. vedação a manutenção em tesouraria, por JBS, de ações de sua emissão em quantidade superior a 10% das ações em circulação no mercado (art. 3º da Instrução CVM 10);
3. elaboração e apresentação de laudo de avaliação de JBS (art. 8º da Instrução CVM 361); e
4. elaboração de prospecto referente à oferta de distribuição das ações de Vigor (inciso II do § 2º do art. 33 da Instrução CVM 361).

Atenciosamente,

(original assinado por)

Ricardo Maia da Silva

Gerente de Registros - 1

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

(original assinado por)

Felipe Claret da Mota

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

/RCC