

**Interessados:** Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfertil.

Mosaic Fertilizantes do Brasil S.A.

Mosaic Fertilizantes Ltda.

**Assunto:** Pedido de Reconsideração de Decisão de Não Interrupção do Prazo de Antecedência de Convocação de Assembléia

**Diretor Relator:** Sergio Weguelin

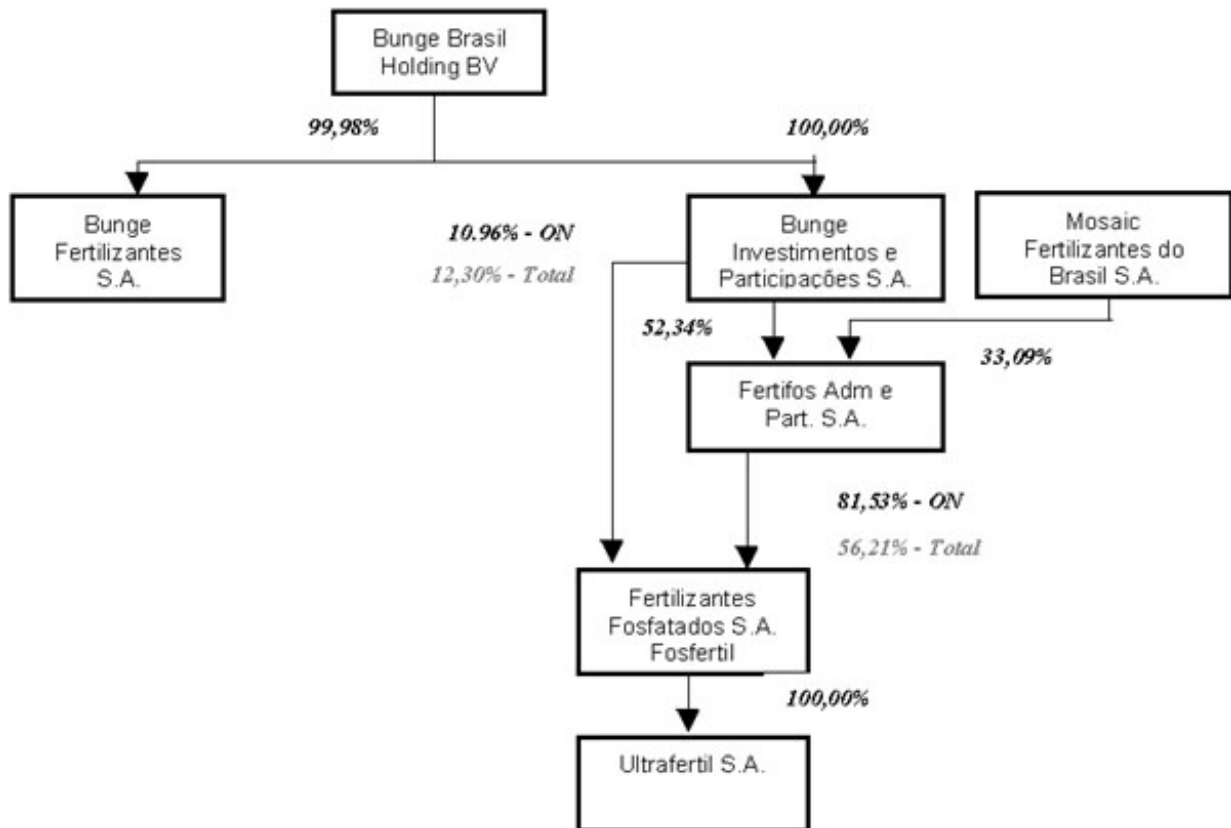
**RELATÓRIO**

**Sumário.**

1. Em 10.04.07, Mosaic Fertilizantes do Brasil S.A. e Mosaic Fertilizantes Ltda. (" Requerentes") requereram interrupção do prazo de antecedência de convocação de Assembléia Geral Extraordinária e Especial ("Assembléia") de Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfertil ("Fosfertil" ou "Companhia"), que iria realizar-se em 19.04.07 (fls. 01/10).
2. Em 18.04.07, o Colegiado, acompanhando manifestação da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP" ou "Área Técnica"), (fls. 226/252), indeferiu o pedido apresentado (fls. 275). Vale observar, contudo, que a esta altura as Requerentes já haviam obtido decisão judicial suspendendo a realização da Assembléia (fls. 256/262), decisão que ainda está produzindo efeitos.
3. A despeito desta medida judicial, e de suas evidentes conseqüências sobre o pedido de interrupção do prazo da Assembléia, as Reclamantes pleiteiam a reconsideração da decisão do Colegiado que indeferiu tal interrupção (fls. 311/321). É deste pedido que ora se cuida. O principal argumento das Reclamantes é que o Colegiado teria se baseado em um pressuposto fático equivocados. Analisarei este ponto adiante; antes, para melhor compreensão do tema, repasso novamente as linhas gerais da matéria que seria objeto de deliberação da Assembléia e as razões pelas quais ela vem sendo questionada.

**A Operação.**

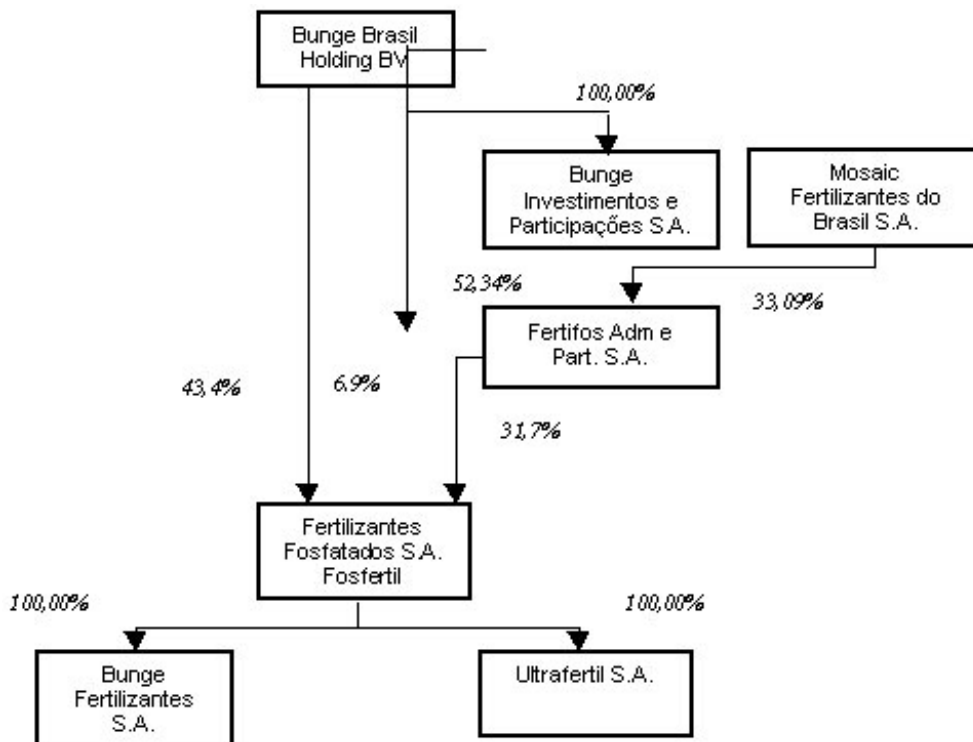
4. A Assembléia iria deliberar sobre operações societárias (tais operações em conjunto, "Reestruturação" ou "Operação") que alterariam a estrutura de propriedade da Fosfertil, cuja forma atual está retratada no quadro abaixo. Como se verá, as participações mais relevantes no capital da Fosfertil são detidas, direta ou indiretamente, por Bunge Brasil Holding BV (conjuntamente com suas controladas, "Bunge" ou "Grupo Bunge") e pelas Requerentes. Note-se que dentre as sociedades abaixo identificadas apenas a Fosfertil é companhia aberta.



5. A proposta de reestruturação submetida à Assembléia Geral da Fosfertil contemplaria:
  - a. incorporação de ações de Bunge Fertilizantes S.A. ("BFE") por Fosfertil, com subseqüente transformação de BFE em subsidiária integral de Fosfertil;
  - b. conversão da totalidade das ações preferenciais de emissão da Fosfertil em ações ordinárias, com as mesmas características e vantagens das ordinárias existentes, à razão de 1 para 1;
  - c. atribuição às ações preferenciais do direito de serem incluídas em eventual oferta pública de alienação do controle da Companhia, por valor correspondente a 100% do preço oferecido pelas ações integrantes do bloco de controle; e

d. aumento do dividendo mínimo obrigatório de 25% para 27,5% do lucro líquido.

6. A Companhia também informou que, após a conclusão da operação, as administrações de BFE, Fosfertil e Ultrafertil S.A. adotariam as medidas necessárias para a integração de suas atividades, com o conseqüente aproveitamento das sinergias. A Fosfertil permaneceria como companhia aberta, titular direta ou indireta das participações nestas sociedades.
7. Ao final da Operação, a estrutura de propriedade de Fosfertil seria a seguinte:



#### Reclamações das Requerentes e a Análise da SEP

8. As Reclamantes sustentam que após a implementação das etapas descritas nos itens (a) e (b) do parágrafo 5 supra, o Grupo Bunge passaria a deter o controle de Fosfertil independentemente de sua participação em Fertifos Administração e Participação S.A. ("Fertifos"). Como a Fertifos é o veículo pelo qual elas compartilham o controle de Fosfertil com o Grupo Bunge<sup>(1)</sup>, o que estaria em jogo na Reestruturação seria, de fato, a usurpação gratuita do controle que as Reclamantes exercem sobre a Fosfertil.
9. É esta a reclamação principal das Requerentes, que se desdobra em uma série de outras potenciais irregularidades, cada uma delas relacionada a aspectos pontuais da operação, mas todas voltadas a moldar uma relação de troca na incorporação que permitisse alcançar o objetivo de transferir o controle de Fosfertil à Bunge.
10. Algumas destas supostas irregularidades dizem respeito a aspectos que demandariam dilação probatória, como por exemplo: (i) desatualização das avaliações produzidas para efeitos da incorporação; (ii) insuficiência das demonstrações financeiras da BFE; (iii) omissão de riscos e distorções dos benefícios da operação; (iv) falta de rigor técnico na elaboração do laudo técnico de avaliação do patrimônio líquido da BFE a preços de mercado; (v) inconsistências nos laudos de avaliação econômica que resultaram em uma superavaliação da BFE e uma subavaliação de Fosfertil.
11. Tais pontos foram analisados pela SEP, ainda que de forma sumária em razão da urgência exigida pelo procedimento de interrupção, e sob a ressalva de que um aprofundamento da apuração destes fatos não seria possível até o esgotamento do prazo de que a CVM dispunha para se manifestar. Como se verá adiante, o Colegiado também entendeu que o pedido de interrupção de assembléia não comportaria a apreciação de alegadas ilegalidades que não pudessem ser constatadas de plano. Estas matérias já não são mais discutidas neste processo.
12. A discussão permanece, no entanto, quanto a outras potenciais irregularidades: (i) inexistência de sinergias da opção pela incorporação de ações em detrimento da incorporação de sociedades; (ii) conflito de interesses e impedimento de votos de alguns dos administradores da Fosfertil ligados ao Grupo Bunge; (iii) existência de benefício particular na operação e conseqüente impedimento de voto para os acionistas pertencentes ao Grupo Bunge; (iv) abuso de poder de controle.
13. Para abordar tais reclamações, recorro ao MEMO/SEP/GEA-4/Nº 042/07 (fls. 226/252), que as analisou uma a uma:
14. **Inexistência de Sinergias.** As Requerentes alegam que:
  - a. "a incorporação de ações para a criação de uma subsidiária integral [...] não tem como acarretar, sem que haja a constituição de obrigações e correspondentes contraprestações, o aproveitamento de ativos, 'overhead e back-office' e suprimentos. [...] tampouco as sinergias fiscais e tributárias são passíveis de serem realizadas";
15. Já a Companhia destaca que a incorporação irá gerar os benefícios descritos no Fato Relevante de 15.12.06 (fls 11/22), a saber:
  - a. "Conforme estudos conduzidos por empresa especializada independente, estima-se que a Reorganização [...] permitirá à Fosfertil capturar sinergias no valor de R\$ 97 a 130 milhões por ano";
  - b. "Com a Reorganização, a Fosfertil se torna uma empresa integrada de fertilizantes, através da unificação das operações da Fosfertil, de sua controlada Ultrafertil e da Bunge Fertilizantes, com porte adequado para competir com seus concorrentes, especialmente os internacionais";

16. **Existência de Benefício Particular e Conseqüente Impedimento de Voto dos Acionistas do Grupo Bunge.** As Requerentes sustentam o seguinte:

- a. "[...] está-se diante de hipótese em que a Bunge obterá um benefício particular. Esse benefício decorrerá não apenas da incorporação das ações através de uma relação de troca desfavorável, mas também, para culminar, porquanto através da conversão de ações, a Bunge alcançará um percentual de participação na Fosfertil que lhe dará a maioria do capital votante, sem precisar de nenhum voto da Fertifos";
- b. "Resulta claro, portanto, o benefício particular da Bunge na deliberação da assembléia especial de preferencialistas que irá deliberar sobre a conversão dessas ações, o que acarreta o impedimento da Bunge de votar nesse conclave";
- c. "Essa interpretação está condizente com a manifestação da CVM no Parecer de Orientação nº 34/06, segundo o qual o impedimento de voto se dá à vista da particularidade dos efeitos da deliberação relativamente a um acionista, comparado com os demais. Não estará a CVM emitindo, quanto a este aspecto, um julgamento sobre a ilicitude da deliberação – que poderia, em tese, ser um benefício lícito, mas apenas constatando, em tese preliminar, que há um benefício particular na decisão assemblear cogitada, na medida em que está vinculada à incorporação de ações e que, se todas as medidas propostas forem aprovadas, a situação da Bunge resultará absolutamente diversa da anteriormente vigente, com predomínio de sua vontade exclusiva";
- d. "O fato de o Parecer de Orientação nº 34/2006 se referir expressamente às operações de incorporações de ações de sociedades holdings não retira a validade da menção feita pelos Requerentes ao referido Parecer, visto que o controle circunstancial que a Bunge passou a exercer, lhe permitiu direcionar a operação de forma a satisfazer seus interesses"; e
- e. "o reconhecimento do impedimento de voto não levará essa D.CVM a emitir um julgamento sobre a ilicitude da deliberação – que poderia, em tese, ser um benefício lícito, mas apenas constatando, em sede preliminar, que há um benefício particular na decisão assemblear cogitada, na medida em que está vinculada à incorporação de ações e que, se todas as medidas propostas forem aprovadas, a situação da Bunge resultará absolutamente diversa da anteriormente vigente, com predomínio de sua vontade exclusiva".

17. Em sua resposta (fls.97/110 e 199/225) a Companhia alegou, em resumo, o que se segue:

- a. "a situação ora tratada não tem qualquer relação com as hipóteses de existência de benefício particular mencionadas pelo Parecer de Orientação CVM nº34/06";
- b. "a Reorganização Societária não prevê a existência de relações de troca distintas para as ações detidas por determinado acionista ou para determinada espécie de ações. Ao contrário, está sendo atribuído um único valor, decorrente da avaliação econômica realizada pelo Credit Suisse, para todas as ações de emissão da Fosfertil, independentemente da espécie ou da pessoa de seu titular"; e
- c. "de acordo com o posicionamento da CVM, o acionista titular de ações ordinárias, inclusive o controlador, não fica impedido de votar como detentor de ações preferenciais na assembléia especial de preferencialistas".

18. A SEP não se posicionou conclusivamente sobre o tema, apenas apresentou as seguintes ponderações:

- a. "No caso concreto, a Bunge Brasil Holding BV exerce o controle da Fosfertil, por meio da Fertifos, que tem como principais acionistas diretos, a Bunge Investimentos e Participações S.A. (52%) e a Mosaic Fertilizantes do Brasil S.A. (33%)".
- b. "A informação de fundamental importância, no presente caso, é a de que segundo o art. 21 do estatuto social da Fertifos, compete ao Conselho de Administração, com voto afirmativo de sete dos conselheiros efetivos, deliberar sobre "o exercício do direito de voto pela Sociedade, em qualquer matéria, na qualidade de acionista controlador da Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfertil";
- c. "Uma vez adotado o processo de voto múltiplo, na eleição dos conselheiros, a Bunge Fertilizantes elegeria 5 membros, a Mosaic poderia eleger 3 membros e a Fertibrás a 1 membro desse conselho";
- d. "Desse modo, as decisões que implicassem na orientação de voto da Fertifos na Fosfertil deveriam contar, em tese, com a concordância de conselheiros eleitos por Bunge e por Mosaic";
- e. "Ocorre que, na última eleição para o CA de Fertifos (AGE de 27.04.07), a Mosaic não requereu o procedimento de voto múltiplo e todos os conselheiros de administração teriam sido eleitos por BUNGE";
- f. "[...] a Mosaic tentou, via judicial, anular a decisão da referida AGE"; e
- g. "Após a referida reestruturação, que envolve a incorporação da BFE pela Fosfertil e a posterior conversão das ações preferenciais da Fosfertil em ordinárias, a [...] Bunge Brasil Holding BV, juntamente com a Bunge Investimentos e Participações S.A. passam a deter 50,3% das ações de emissão da Fosfertil, independentemente de composição no conselho de administração de Fertifos (sem a conversão a participação das 2 empresas na Fosfertil seria de 49,6%)".

19. **Abuso do Poder de Controle.** Argumentam as Requerentes:

- a. "resta evidenciada a absoluta inadmissibilidade da Proposta de Incorporação de Ações, uma vez que se encontra calcada em uma série de omissões, inconsistências e informações manipuladas que, vistas em conjunto, representam uma afronta ao direito dos acionistas não vinculados à Bunge";
- b. "é evidente o abuso de poder de controle da Bunge na presente operação. Não se consegue vislumbrar cenário que se identifique de maneira mais perfeita com as hipóteses dos incisos I e II do art. 1º da Instrução CVM nº 323, pois apenas o interesse exclusivo da Bunge é contemplado";
- c. "A conversão das ações preferenciais em ordinárias 'somente' está sendo proposta para que a Bunge atinja a maioria absoluta do capital da Fosfertil (50,4%). Do contrário, a conversão seria facultativa, a critério dos preferencialistas";
- d. "O tag along não agrega valor algum às ações da Fosfertil, pois, como declarado na Justificação da Reorganização, a estratégia da Bunge é de longo prazo e não contempla mudança de controle";
- e. "O aumento do dividendo mínimo também é pura retórica, uma vez que a Fosfertil sempre distribuiu dividendos acima de 30% do lucro líquido anual aos seus acionistas";
- f. "a adoção de práticas de governança corporativa por meio da unificação das ações e do direito a tag along, bem como a majoração do

dividendo mínimo obrigatório, independe da incorporação da Bunge pela Fosfertil. Assim, se realmente buscasse oferecer maiores vantagens aos acionistas minoritários, não ofereceria tais prêmios em troca da aprovação da incorporação de um ativo que, ao final, só tende a desvalorizar a Fosfertil";

- g. "a Bunge, sob o discurso de que a Reorganização proposta visa à preservação dos interesses dos acionistas minoritários da Fosfertil, acena com a promessa de migração para o Novo Mercado"; e
- h. "tais vantagens servem não apenas como moeda de troca para a aprovação da proposta de incorporação de ações da Bunge, mas também para, com a conversão das ações preferenciais em ordinárias, garantir à Bunge o controle direto da Fosfertil".

20. Em sua resposta, a Companhia alegou, em síntese, o que se segue:

- a. "não há como se acatar a repetitiva alegação da Mosaic de que a Reorganização Societária atenderia, exclusivamente, os interesses do grupo "Bunge" e, por esta razão, constituiria modalidade de abuso de poder de controle. Ao contrário, considerando que a Reorganização Societária deverá acarretar diversos benefícios para a Fosfertil e para seus acionistas minoritários, ao menos para aqueles que não são concorrentes da Companhia, fica evidente a inexistência de qualquer abuso por parte do acionista controlador";
- b. "a relação de troca proposta para a reorganização societária foi fixada de forma equitativa, refletindo adequadamente o valor comparativo entre as ações de emissão da Fosfertil e as emitidas pela BFE"; e
- c. "como a Reorganização Societária, conforme referido, atende aos interesses da Fosfertil e de todos os seus acionistas, pode-se concluir que seus administradores estariam violando os referidos deveres legais caso não aprovassem a operação em tela, deixando de aproveitar esta relevante oportunidade de negócios para a Companhia".

21. A SEP relata que, embora vá continuar a acompanhar os desdobramentos da operação, não é possível afirmar, a priori, que a operação não seja do interesse da Companhia e que vise causar prejuízo aos seus acionistas minoritários. A SEP embasa esta conclusão com os seguintes argumentos:

- a. alguns efeitos da operação que alcançam todos os acionistas, como a conversão da totalidade das ações preferenciais em ordinária, o compromisso de migrar para o Novo Mercado da Bovespa o aumento do dividendo mínimo;
- b. foram apresentados pela Companhia dois relatórios (elaborados por McKinsey Company e LCA Consultores), contendo análise da "unificação de operações da Fosfertil e da Bunge", e concluindo que haverá ganhos de sinergia e que essa operação decorria de uma necessidade das condições do mercado de fertilizantes;
- c. a Companhia recebeu manifestações escritas favoráveis à implementação da operação, da Hedging Griffó Corretora de Valores S.A. e Skopos Administradores de Recursos Ltda, na qualidade de administradores de diversos Fundos acionistas da Companhia, detentores em conjunto de aproximadamente 8.000.000 de ações preferenciais, equivalentes a 33,5% das ações preferenciais em circulação de emissão da Companhia.

22. **Conflito de Interesses do Administrador.** Embora isto não fizesse parte do requerimento das Reclamantes, a SEP indagou à Companhia se os seus administradores exerciam cargos na BFE ou em outras empresas do Grupo Bunge (fls. 197). A Companhia então informou que (fls. 199/225):

- a. "[...] dos dez membros do conselho de administração da Fosfertil, quatro exercem cargos em empresas do Grupo Bunge. Esses conselheiros votaram a favor da operação. Um dos conselheiros não compareceu. Dos demais conselheiros (um deles indicado pela Fertibrás), dois votaram a favor e três contra a operação. No entanto, um dos conselheiros que votou contra a aprovação da reestruturação enviou posteriormente correspondência à Companhia, informando que, tendo analisado a Reorganização Societária em todos os seus aspectos, era **favorável** à sua implementação".

#### **A Decisão do Colegiado**

23. O pedido de interrupção foi então submetido ao Colegiado, que acompanhou o entendimento da SEP, sem, todavia, se aprofundar na discussão das supostas irregularidades acima mencionadas.

24. Isto porque, como já adiantado anteriormente, o Colegiado entendeu que, em função do exíguo prazo de que a CVM dispõe para se manifestar nos casos que seguem a via processual do art. 124, §5º, II, da Lei 6.404/76, os fatos alegados pelos requerentes devem ser comprováveis de plano, e isto não teria ocorrido no caso concreto.

25. Desta forma, o Colegiado abordou aspectos conceituais e abstratos relacionados ao caso, e não suas especificidades, como se percebe da manifestação de voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa (fls. 292/308), cujas principais conclusões estão adiante resumidas:

- a. O pedido de interrupção do prazo de convocação da assembléia de acionistas da Companhia é parte de uma disputa societária muito maior, cujo núcleo encontra-se em uma sociedade holding de capital fechado – Fertifós S.A. A CVM não tem competência para interferir nesta disputa, devendo presumir válidos os atos desta sociedade fechada, na ausência de decisão judicial em contrário.
- b. Embora a interrupção do prazo de convocação da assembléia, por força do disposto no art. 124, § 5º, II, da Lei 6.404/76, deva ser provocada pelo acionista, nem toda atuação da CVM relacionada a eventuais ilegalidades nas matérias a serem deliberadas está sujeita a tal condição.
- c. No âmbito do procedimento do art. 124, § 5º, II, da Lei 6.404/76, a CVM só pode tratar da legalidade das propostas submetidas à Assembléia, e não da legalidade dos votos. Isto impede que se discuta um eventual abuso de poder do acionista controlador por voto ainda a ser proferido.
- d. A incorporação de ações produz os mesmos efeitos econômicos da incorporação de sociedades: a minoria acionária "migra" da incorporada para a incorporadora e a incorporadora tem acesso a 100% da empresa exercida na sociedade incorporada.
- e. Há justificativas empresariais legítimas para a utilização da incorporação de ações em substituição à incorporação de sociedades. A utilização da incorporação de ações não é, por si só, uma espécie de fraude à lei, nem está condicionada à prévia realização de oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta da sociedade emissora das ações incorporadas.
- f. O acionista controlador não está impedido de votar nas incorporações de sociedades ou de ações, salvo em hipóteses excepcionais, como as descritas no Parecer de Orientação nº 34/06.

g. Os administradores de companhias incorporadoras e incorporadas, que muitas vezes são os mesmos, devem ter especial atenção ao disposto no art. 154, § 1º, 156, *caput* e §1º e 245, todos da Lei 6.404/76.

26. No trecho em que se detém mais especificamente sobre o caso concreto, o Diretor Pedro Marcilio trata da aprovação da matéria no Conselho de Administração e acrescenta o seguinte comentário, que, como se verá, ensejou a alegação de que a CVM teria se baseado em uma premissa equivocada:

"[...] mesmo que se considere que alguns administradores, por estarem vinculados à Incorporada (e controladora), não deveriam participar da deliberação, em razão de possível violação dos deveres previstos no art. 154, §1º e art. 156, não há nos autos elementos que ponham em dúvida a independência e lealdade da maioria dos administradores que aprovaram a proposta (2 dos 3 diretores da Companhia não seriam vinculados à acionista controladora e 3 conselheiros que aprovaram a proposta seriam independentes, contra 2 conselheiros que a rejeitaram, conforme correspondência da Companhia de 16.04.07), o que poderia torná-la ilegal. Com isso, não se trataria de anulação da deliberação, mas, tão somente, de eventual responsabilização dos administradores. Essa responsabilização, entretanto, não pode ser feita neste procedimento específico. Por essa razão, não analisarei a existência efetiva dessa violação legal" (sem grifos no original).

#### **Pedido de Reconsideração**

27. As Reclamantes alegam que, ao contrário do afirmado na declaração de voto do Diretor Pedro Marcilio, excluídos os votos dos membros do Conselho de Administração que estavam impedidos de votar, a operação teria sido rejeitada, e não aprovada.
28. Na Reunião do Conselho de Administração realizada em 21.12.06, nove Conselheiros votaram sobre a operação. Destes nove, quatro exercem cargos em empresas do Grupo Bunge e, portanto, teriam votado em conflito de interesses, o que acarretaria a desconsideração de seus votos.
29. Restariam, assim, cinco Conselheiros independentes aptos a deliberar sobre a Reestruturação Societária. Destes, três teriam votado contra e dois a favor, do que se conclui que a proposta teria sido rejeitada.
30. Embora um dos que tenha votado contra – o Sr. Pedro Luiz Cerize – posteriormente tenha se retratado, as Reclamantes alegam que "para que sua opinião como Conselheiro da Companhia gere efeitos, ela deve ser exercida através de seu voto a ser proferido em solenidade legalmente prevista para tanto, a reunião do Conselho de Administração".
31. Assim, os Conselheiros vinculados ao Grupo Bunge que votaram teriam violado o comando do art. 156 da Lei 6.404/76, que trata de conflito de interesses. Sobre o tema, as Reclamantes transcrevem trecho do voto do então Diretor Wladimir Castelo Branco Castro no Processo CVM RJ 2004/5494, em que afirma que o conflito de interesses no caso do administrador é "presumido, isto é, independe da análise do caso concreto a sua aplicação, restando o administrador impedido de participar de qualquer tratativa ou deliberação referente a uma determinada operação em que seja contraparte ou pela qual seja beneficiado, independentemente se está a se perseguir o interesse social ou não".
32. No mais, as Reclamantes reiteram algumas de suas reclamações originais, dando especial enfoque à ausência de benefício econômico da operação pela Companhia. Sustentam que a incorporação de ações, em substituição à incorporação de sociedades, criará duas entidades distintas, cada uma com seus custos próprios e sem vínculos para aproveitamento, por exemplo, de prejuízos fiscais. A sinergia entre as duas entidades, prosseguem, só ocorreria se houvesse incorporação de BFE por Fosfertil ou o inverso.
33. Diante da ausência de um propósito econômico claro, a operação atenderia apenas à finalidade de transferir o controle isolado da Fosfertil para a Bunge, conferindo um benefício particular a esta última. Tanto assim que os benefícios oferecidos aos demais acionistas estão condicionados à aprovação da Reestruturação como um todo.
34. Deste modo, requerem que a CVM "tome as medidas necessárias para alertar a atual administração da Fosfertil, o Grupo Bunge e outros eventuais acionistas que se encontrem na mesma posição, que sempre que haja um benefício particular para determinados administradores e acionistas na deliberação a ser tomada, estão eles impedidos de votar na assembléia designada para deliberar sobre a matéria".
35. Ao final, são trazidos ao processo pareceres dos eminentes juristas Drs. Erasmo Valladão Azevedo Novaes França (fls. 402/430) e Calixto Salomão Filho (431/458) que amparam os pontos de vista das Reclamantes.

#### **Manifestação da SEP**

36. A SEP faz as seguintes ponderações, em vista do pedido de reconsideração (fls. 459/461):
- o presente processo refere-se a um pedido de interrupção de prazo para realização de Assembléia marcada para 19.04.07;
  - tal decisão foi suspensa por decisão judicial que continua produzindo efeitos até a data de protocolização da correspondência das Reclamantes; e
  - ao contrário do que alegam as Requerentes, a CVM ainda não se manifestou sobre o conflito dos administradores ligados a acionistas que deliberaram acerca da operação.

#### **Nova Manifestação da Fosfertil**

37. A Fosfertil apresenta nova manifestação (fls. 467/478), na qual comenta o pedido de reconsideração apresentado pelas Reclamantes. E sustenta o seguinte:
- "as manifestações exaradas por esta autarquia deixam absolutamente claro que a questão da eventual irregularidade do voto proferido pelos referidos administradores da Fosfertil **não** foi analisada no âmbito da resposta ao pedido de interrupção do prazo de convocação da Assembléia Geral Extraordinária, visto que esta, por força do disposto no § 5º do art. 124, limitou-se a examinar a legalidade das propostas a serem submetidas aos acionistas da Companhia";
  - "a decisão tomada pelo Colegiado da CVM [...] fundamentou-se no fato de que as propostas a serem submetidas à Assembléia Geral **não continham qualquer ilegalidade** [...]"
  - o argumento de que a incorporação de ações não permite o aproveitamento de sinergias entre Fosfertil e BFE não faz sentido, uma vez que nada obsta a tomada de medidas operacionais, administrativas e de planejamento fiscal com o objetivo de promover substancial redução de custos nas atividades das companhias envolvidas;
  - não é verdade que se tenha sugerido a incorporação de ações em substituição à incorporação de sociedades apenas para permitir o voto dos acionistas controladores, mesmo porque, como dispõe o art. 264 da Lei 6.404/76 e como a CVM já reconheceu, em qualquer

das duas hipóteses o acionista estaria autorizado a votar;

- e. "o fato de o 'grupo' Bunge, em decorrência da Reorganização Societária, passar a deter, diretamente, mais da metade do capital votante da Fosfertil **não** decorre de qualquer benefício particular que lhe esteja sendo atribuído em relação aos demais acionistas da Companhia, mas, ao contrário, constitui consequência **natural e inerente** à operação de incorporação, uma vez que ele é titular de praticamente a totalidade do capital da BFE";
- f. tampouco se pode falar que a incorporação de ações seria um caso de fraude à lei porque a operação societária constituiu negócio jurídico típico e bem disciplinado no art. 252 da Lei das S.A., no qual as partes manifestam declarações claras, reais e não simuladas, objetivando conferir e transmitir direitos aos acionistas da incorporadora e da incorporada, na exata e real medida em que o aludido dispositivo exige, de forma efetiva e não apenas aparentemente.

38. A Companhia também apresenta um parecer, da lavra do célebre Dr. Mauro Rodrigues Penteado (fls. 480/532), que vem ao encontro de seus argumentos, do qual destaco os seguintes pontos:

- a. os minoritários que questionam a Reestruturação são, na realidade, concorrentes internacionais da Fosfertil;
- b. o conflito de interesses dos administradores de sociedades anônimas deve ser apurado mediante análise do caso concreto (conflito substancial), não podendo ser constatado *a priori* (conflito formal);
- c. como a Reestruturação atende aos interesses da Fosfertil, os conselheiros ligados ao Grupo Bunge poderiam (aliás, deveriam) tê-la aprovado, como fizeram – a rejeição da proposta, aí sim, poderia fazer com que se cogitasse de sua eventual responsabilização.

39. Ao final, a Companhia requer o indeferimento do pedido de reconsideração apresentado pela Reclamantes.

40. Por fim, registre-se que foi recebida nova petição das Reclamantes, reiterando os argumentos anteriores e noticiando a decisão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo que julgou procedente o pedido de anulação em que a Bunge indicou a totalidade dos membros para o Conselho de Administração da Fertifos.

É o Relatório.

#### VOTO

- 41. Como visto no Relatório, trata-se de pedido de reconsideração de decisão do Colegiado que indeferiu pleito de interrupção do prazo de antecedência para convocação de Assembleia Geral da Fosfertil. Este indeferimento foi motivado pelas razões descritas na análise realizada pela SEP e na manifestação de voto do Diretor Pedro Marcílio, com as quais, na maior parte, concordo.
- 42. **Limites Impostos pelo Art. 124, § 5º, II da Lei 6.404/76.** Inicialmente, acredito que a apreciação de várias das questões trazidas pelas Reclamantes fica muito prejudicada pelo fato de aqui se tratar de um pedido de interrupção de prazo de convocação de assembleia. Isto se aplica inclusive – e principalmente – à sua reclamação central, ou seja, que a Reestruturação (notadamente a incorporação da BFE) se resume à usurpação do controle de Fosfertil por parte da Bunge.
- 43. A análise isolada da Reestruturação não permite chegar a esta conclusão. O só fato de, ao final das diversas etapas previstas, a Bunge restar titular de ações que lhe permitam exercer diretamente o controle da Fosfertil, sem necessitar do intermédio da Fertifos, não é uma irregularidade. O que pode vir a tornar este fato irregular é a demonstração de que a Reestruturação foi orientada exclusivamente para este fim, em prejuízo dos interesses da própria Fosfertil.
- 44. Isto, no entanto, depende da análise de outros aspectos da operação, como as citadas ilegalidades que teriam sido sucessivamente praticadas para induzir a uma relação de troca de ações na incorporação favorável à BFE. E como já dito na manifestação de voto do Diretor Pedro Marcílio, com o que estou de acordo, a verificação destas questões que não ficaram demonstradas de plano deve ser feita em procedimento próprio, e não pela via processual estreita da interrupção de prazo prevista no art. 124, § 5º, II da Lei 6.404/76.
- 45. A propósito, uma outra dificuldade da alegação de usurpação gratuita do controle de Fosfertil é que ela parece indissociável do questionamento sobre a legalidade da eleição dos membros do conselho de administração da companhia fechada Fertifos, questão que não compete à CVM analisar. Afinal, sem partir da premissa de ilegalidade da atuação da Bunge, não há sequer como se falar em transferência de controle (quanto mais em usurpação gratuita) já que a Bunge se apresenta, mesmo antes da operação, como controladora, inclusive elegendo a maioria dos administradores da Fertifos e, por consequência, também da Fosfertil.
- 46. **Incorporação de Ações e Incorporação de Sociedades.** Afastadas, então, as questões que dependem de dilação probatória, restam poucas alegações a serem apreciadas.
- 47. Uma delas é a de que a opção pela realização de uma incorporação de ações, em detrimento da incorporação de sociedades, não trará benefícios econômicos a Fosfertil.
- 48. Em seu voto, o Diretor Pedro Marcílio, na linha de outros precedentes do Colegiado <sup>(2)</sup>, já havia afirmado que os benefícios econômicos da incorporação de ações são os mesmos da incorporação de sociedades, com a diferença de que subsistem duas sociedades distintas, o que pode se justificar por razões empresariais perfeitamente lícitas. As Reclamantes, nada obstante, renovaram seus argumentos, agora destacando que as citadas razões que poderiam justificar a incorporação de sociedades não estão presentes no caso concreto.
- 49. As controvérsias em torno da incorporação de ações normalmente estão relacionadas à legitimidade do fechamento "branco" do capital da sociedade emissora das ações incorporadas. O próprio Diretor Pedro Marcílio também tratou do tema sob este ponto de vista, discorrendo sobre a comparação entre este instituto e a oferta pública de aquisição de ações para fechamento de capital, fazendo observações com as quais concordo, mas referentes a uma discussão que aqui não se coloca.
- 50. Não se trata neste caso de fechamento de capital – a única sociedade aberta, Fosfertil, permanecerá como tal, tanto na teoria e na prática, já que é a incorporadora, e não a incorporada. A questão se resume apenas à existência de benefícios da incorporação de ações, em comparação com a incorporação de sociedades.
- 51. Sobre este ponto, concordo que há uma grande similaridade entre os efeitos das duas modalidades de operações e, por isso mesmo, a opção por uma ou pela outra (com os seus respectivos benefícios) acaba restrita a uma decisão de conveniência empresarial que a CVM não pode nem deve chamar para si. As relações de troca, os impedimentos de voto e tudo mais que pudesse se relacionar à legalidade da incorporação

independem da forma escolhida.

52. **Impedimento de Voto por Benefício Particular.** Com relação ao alegado impedimento de voto dos acionistas ligados ao Grupo Bunge, por força de um possível benefício particular advindo da acolhida da operação posta em deliberação, creio que não existe tal impedimento. O benefício particular no caso seria o fato de que o Grupo Bunge passaria a ser titular de ações suficientes para exercer o controle da Fosfertil independentemente da Fertifos e, portanto, sem ter que compartilhá-lo com as Reclamantes.
53. A atribuição de ações à Bunge é conseqüência natural e necessária da incorporação de ações da BFE pela Fosfertil. Os critérios utilizados para determinar a relação de troca foram os mesmos para todos os acionistas, de modo que a circunstância de um acionista resultar, ao final, com uma posição destacada em relação aos demais é apenas a decorrência matemática da participação expressiva que este acionista já detinha na incorporada.
54. Pode-se até questionar o fato de que a operação tenha sido toda arquitetada para dar maior estabilidade ao controle que a Bunge aparentemente já exerce sobre a Fosfertil. Isto, se for o caso, poderá configurar outros ilícitos, como já dito, mas não autoriza concluir que a operação em si, que é o que se analisa aqui, tenha propiciado à Bunge um benefício particular.
55. **Abuso do Acionista Controlador.** Quanto à alegação de abuso do acionista controlador, discordo do argumento do Diretor Pedro Marcilio de que a referência do art. 124, § 5º, II, da Lei 6.404/76, à análise da legalidade das propostas (e não dos votos) impede a CVM de analisar tal abuso no âmbito de um pedido de interrupção do prazo para convocação de assembléia.
56. Embora não se possa, evidentemente, constatar de forma definitiva a existência de abuso e responsabilizar o acionista controlador, parece-me que a análise que a CVM fará sobre a proposta pode se deter a qualquer ilegalidade iminente, inclusive se decorrentes de abuso.
57. Por isso, acredito que o que impede a análise da alegação de abuso do acionista controlador não é meramente a redação da lei, mas o fato de que uma tal ilegalidade, neste caso, também dependeria de dilação probatória, a qual entendo descabida neste momento, como já disse no início deste voto.
58. **Conflito de Interesses do Administrador.** Passados todos estes pontos, analiso o conflito de interesses dos administradores, único item que, a rigor, dá ensejo ao pedido de reconsideração, à luz do disposto no item IX da Deliberação 463.
59. As Reclamantes sustentam que o voto do qual pedem reconsideração baseou-se em uma premissa fática equivocada, a de que a Reestruturação teria sido aprovada pelo Conselho de Administração da Fosfertil mesmo sem os votos dos membros que exercem cargos em sociedades do Grupo Bunge. Como agora demonstram as Reclamantes, nestas condições, o resultado da operação teria sido de três votos contrários e dois favoráveis à Reestruturação, ou seja, o oposto do que pensou inicialmente.
60. Pode-se especular que talvez não se trate de um erro, e sim da hipótese de se ter acolhido a retratação posteriormente apresentada pelo conselheiro Pedro Cerize, embora isto não esteja expresso no voto. Não creio que este tenha sido o caso e, de todo modo, não me parece que essa retratação seja possível, já que, como argumentam as Reclamantes, a manifestação do conselheiro só produz efeitos na vida societária dentro da solenidade da reunião do Conselho de Administração.
61. Esclarecida a questão de fato, resta saber que conseqüências práticas decorrem dela. Neste sentido, a primeira questão a enfrentar é: exercer cargo em sociedades do Grupo Bunge implica necessariamente a incidência em hipótese de conflito de interesses na deliberação de matérias que digam respeito diretamente a este Grupo?
62. Há situações em que é simples visualizar o conflito de interesses. Assim é, por exemplo, na hipótese clássica em que o próprio administrador é contraparte de um negócio celebrado com a sociedade. Em outros casos, porém, nos quais os potenciais benefícios auferidos (ou perdas evitadas) aos administradores são mais remotos e indiretos, o limite a partir do qual os administradores encontram-se constrangidos é difícil de ser distinguido com clareza.
63. Como não há solução predefinida e genérica para a questão, a caracterização do conflito dependerá sempre de uma ponderação das circunstâncias do caso concreto. Esta é uma análise que, apesar de subjetiva, deve ser feita com rigor, tendo em vista o que se espera do administrador.
64. O administrador, como se sabe, exerce a função de representar a companhia, que é uma tarefa singular e potencialmente muito lesiva, se mal desempenhada. Por isso, é fundamental que esteja livre de quaisquer circunstâncias pessoais que possam tolher sua atuação.
65. Pois bem. No caso de que se cuida, os administradores eram empregados de uma sociedade que, na qualidade de acionista da Fosfertil, iria beneficiar-se diretamente do desfecho da operação proposta. Isto, a meu ver, é suficiente para demonstrar a perda de independência do administrador para apreciar a operação.
66. Poder-se-ia argumentar que o interesse eventualmente conflitante com o da Fosfertil não é o de seus administradores, mas o da Bunge, de modo que os administradores ligados à Bunge apenas indiretamente poderiam ser influenciados.
67. Entendo que isto não descaracteriza o conflito. Sobre o tema Modesto Carvalhosa ensina que: "[...] é evidente que o impedimento absoluto aplica-se aos contratos em que o administrador é indiretamente interessado e àqueles em que haja interposição de pessoas. A respeito, Sylvio Marcondes, citando a doutrina italiana, ressalta que a regra de impedimento funciona ainda que o interesse em conflito não seja pessoal do administrador, mas de outrem, por quem o administrador atua".
68. Além disto, a CVM já considerou presente o conflito de interesses quando a companhia à qual o administrador está vinculado negocia com outras sociedades em que este mesmo administrador detém participação relevante. O interesse econômico que compromete o julgamento do administrador nesta hipótese não é fundamentalmente diferente do interesse do administrador em preservar seu emprego junto a esta terceira sociedade.
69. Ousaria dizer que o vínculo empregatício pode ser ainda mais comprometedor: para quem não detém participação relevante alguma, relevante mesmo será preservar o seu emprego. Em outras palavras, para quem depende do emprego, a ameaça de perdê-lo tende a ser mais convincente do que um eventual ganho o seria para quem pode prescindir de tal ganho, justamente por deter participações expressivas em outras sociedades.
70. Outra questão a se enfrentar é se, uma vez caracterizado o conflito de interesses, a dúvida sobre a possibilidade de voto deste administrador deve ser solucionada pelo critério formal (impedimento de voto *a priori*, bastando constatar a oposição teórica de interesses) ou pelo critério substancial (o voto é proferido e eventuais repercussões ocorrem *a posteriori*, se demonstrada a contraposição efetiva e inconciliável de interesses). Esta discussão é travada mais fortemente quanto aos conflitos de interesses dos acionistas (disciplinado pelo art. 115 da Lei

6.404/76). Quando o conflito se limita aos administradores, a polêmica é menos intensa.

71. Isto pode ser demonstrado pela análise do Processo RJ 2004-5494, no qual, mesmo em meio a várias divergências (uma das quais relativa exatamente ao critério de constatação de conflito dos sócios), o Colegiado foi unânime ao reconhecer que os conflitos de interesse dos administradores são apurados pelo critério formal. A respeito, vale conferir os seguintes trechos dos votos proferidos no caso:

"Conclui-se, portanto, que o conflito de interesses é, no caso do art. 156 da Lei 6.404/76, presumido, isto é, independe da análise do caso concreto a sua aplicação, restando os administradores da companhia impedidos participar de qualquer tratativa ou deliberação referente a uma determinada operação em que figure como contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado, independentemente se está a se perseguir o interesse social ou não". (Trecho do voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro)

"Quanto à questão do conflito do administrador, estou em sintonia com a tese adotada no voto do Diretor Relator. Com efeito, o tratamento da matéria na Lei 6.404/76 é bastante claro, estabelecendo-se basicamente, no *caput* do art. 156, que o administrador está **impedido** de votar em deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia. O § 1º do mesmo artigo deixa evidente que o ato de contratar com a companhia é daqueles abrangidos pela norma do *caput*, pois ali se diz que o **contrato, mesmo com a observância da regra do *caput*** (isto é, abstenção do administrador conflitado), deve ser celebrado em bases equitativas". (Trecho do voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade; grifos no original)

"Acompanho o voto do Diretor-Relator que abordou com precisão a questão ao tratar da presunção do conflito de interesses, no caso de participação do administrador em qualquer tratativa ou deliberação referente a operações em que figure como contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado, sendo sua configuração questão meramente formal, independente da análise do caso concreto". (Trecho do voto da Diretora Norma Parente)

72. Em linha com este posicionamento, entendo que, de fato, os administradores ligados ao Grupo Bunge votaram em hipótese de conflito de interesses. Violaram, portanto, o art. 156 da Lei 6.404/76. Isto, a meu juízo, seria suficiente para que se determinasse a interrupção do prazo da assembléia, independentemente de eventuais discussões sobre outras conseqüências acerca da validade da deliberação, com base no § 2º deste mesmo artigo.

73. **Conclusão.** Por todo o exposto, voto pela reconsideração da decisão de 18.04.07, em primeiro lugar para esclarecer que:

- a. quatro membros do Conselho de Administração da Fosfertil exerciam cargos em empresas do Grupo Bunge e por essa razão encontravam-se em situação de conflito de interesses quanto à deliberação sobre a incorporação da BFE pela Fosfertil;
- b. desconsiderados os votos destes membros, a operação teria sido rejeitada, e não aprovada, por três votos a dois; e
- c. também dependerá de processo próprio a eventual responsabilização dos administradores, que não está adstrita à hipótese que se discutiu mais detidamente neste processo – o conflito dos administradores que exercem cargos em sociedades do Grupo Bunge –, mas também, e principalmente, às hipóteses de possível favorecimento dos interesses de grupos de sociedades que não o da Fosfertil.

74. Adicionalmente, entendo desnecessária a interrupção da assembléia, não só porque na prática já existe uma decisão judicial determinando sua suspensão, mas também porque a presente decisão já aborda a questão da ilegalidade da proposta<sup>(3)</sup>.

É como voto.

Rio de Janeiro, 2 de outubro de 2007.

**Sergio Weguelin**

**Diretor-Relator**

<sup>(1)</sup> Embora a composição atual do Conselho de Administração da Fertifos tenha sido integralmente definida pela Bunge – circunstância sem a qual a aprovação da operação provavelmente sequer seria possível –, o que vem sendo objeto de litígio judicial entre as Reclamantes e a Bunge.

<sup>(2)</sup> Por exemplo, Processo RJ 2005/5203, julgado em 24.08.2005.

<sup>(3)</sup> Neste sentido, vale observar que, nos termos do art. 124, § 5º, II, a interrupção é uma faculdade, não uma obrigação. A única obrigação é que a CVM se manifeste sobre a eventual ilegalidade. Se isto puder ser feito sem a interrupção do prazo, a CVM poderá deixar o prazo de convocação transcorrer normalmente.