

M&G Poliéster S.A.

Processo CVM nº RJ/2007/8844

Senhor Superintendente Geral,

O presente processo originou-se de pedido, formulado por acionistas minoritários de M&G Poliéster S.A., nos termos do artigo 124, § 5º, inciso II, da Lei nº.6.404/76 c/c artigo 3º da Instrução CVM nº372/02, referentes à interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação da Assembléia Geral Extraordinária da Companhia, marcada para o dia 25.07.07, que deliberará, entre outros assuntos, sobre a incorporação de ações de emissão da M&G Polímeros S.A..

I - DOS FATOS

I.1 - Do Primeiro Pedido de Interrupção de Age

2. Em 16.07.07, Hedging-Griffo Carteira Administrada Real Fundo de Investimento Multimercado, Hedging-Griffo Star Fundo de Investimento Multimercado, Hg Top Fundo de Investimento Multimercado, Hg Top 30 – Fundo de Investimento Multimercado, Hedging-Griffo Verde Master Fundo de Investimento Multimercado, Hg Verde Equity Master Fundo de Investimento em Ações ("Requerentes"), na condição de acionistas minoritários da M&G Poliéster S.A. ("Companhia"), representados por sua administradora, Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A, protocolizaram, na CVM, pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação da Assembléia Geral Extraordinária da Companhia, alegando o que se segue (fls.01/30):

- a) a MG Polímeros S.A., sociedade anônima de capital fechado, foi criada por iniciativa da controladora da M&G Poliéster S.A., Grupo Mossi & Ghisolfi, e instalada em Ipojuca, Estado de Pernambuco, para atuar no mesmo segmento da M&G Poliéster, qual seja, o setor de resinas PET, tendo iniciado suas atividades no final de março de 2007. A despeito do controlador comum, a Companhia não detém qualquer participação societária na M&G Polímeros S.A.;
- b) "na época dos fatos, havia rumores nos noticiários especializados de que o Grupo Mossi & Ghisolfi estaria investindo em construção de outra sociedade que atuaria no ramo de resinas PET, mas, no entanto, não havia sido publicado nenhum fato relevante nesse sentido";
- c) "por esta razão, os Requerentes resolveram indagar à Companhia se realmente a MG International estaria investindo em instalação de outra sociedade que atuaria no mesmo ramo da MG Poliéster, sem a participação desta última, pois, se assim o fosse, estaria o grupo controlador agindo em benefício próprio e em detrimento da Companhia, vez que estaria construindo uma empresa com grande poder concorrencial que passaria a fazer frente à própria MG Poliéster, configurando, por conseguinte, quebra do dever de lealdade e boa-fé que o acionista controlador deve necessariamente ter para com a empresa, violando o parágrafo único do artigo 116 da LSA";
- d) "em resposta, a MG Poliéster afirmou que não poderia prestar informações acerca do assunto pois que tal empreendimento era exclusivo do Grupo Controlador" (fl.58);
- e) "confirmado o fato de que o Grupo Mossi & Ghisolfi estaria investindo em empresa concorrente à sua própria controlada, os Requerentes enviaram correspondência à MG International, requerendo que os negócios passassem a ser consolidados pela MG Poliéster, pois, de outra forma, estaria caracterizada a concorrência à Companhia, em flagrante afronta ao Dever de Lealdade";
- f) "em resposta, a MG International aduziu, primeiramente, que o mercado brasileiro no que tange à produção e comercialização de resinas PET é deficitário. Em seguida, afirmou que a estrutura de capital da MG Poliéster não comportaria financiar o mencionado projeto e, ademais, novos financiamentos impactariam negativamente em seu fluxo de caixa" (fl.60);
- g) entretanto, passados alguns meses, o Grupo Mossi & Ghisolfi resolve fazer com que a M&G Poliéster incorpore as ações de emissão da M&G Polímeros, conforme Fato Relevante, publicado em 05.07.07, e edital de convocação de AGE, que tem por ordem do dia, deliberar sobre (fls.62/71;165/167):
 - i. a incorporação das ações de emissão da M&G Polímeros Brasil S.A., com a conseqüente transformação daquela sociedade em sua subsidiária integral, nos termos do Protocolo e Justificativa de Incorporação de Ações, celebrado pelos administradores das Companhias em 03.07.2007;
 - ii. aprovação dos laudos de avaliação elaborados pelas empresas Ernest & Young Auditores Independentes S.S., Deutsche Bank Securities Inc. e Engeval Engenharia de Avaliações Ltda.;
 - iii. a conversão da totalidade das ações preferenciais da MG Poliéster em ações ordinárias, à razão de 1 (uma) ação ordinária para cada ação preferencial, mediante prévia alteração estatutária e condicionada à ratificação pela Assembléia Especial de Preferencialistas, a ser realizada na mesma data;
 - iv. o aumento de capital social da MG Poliéster, no montante de R\$ 155.710.969,32 (cento e cinquenta e cinco milhões, setecentos e dez mil, novecentos e sessenta e nove reais e trinta e dois centavos), mediante a emissão de 6.008.878.425 (seis bilhões, oito milhões, oitocentos e setenta e oito mil, quatrocentos e vinte e cinco) novas ações ordinárias, a serem subscritas e integralizadas com as ações de emissão da M&G Polímeros que serão incorporadas ao patrimônio da Companhia;
 - v. a alteração do artigo 8º do Estatuto Social, para atribuir à totalidade das ações ordinárias de emissão da Companhia o direito de, observado o disposto no artigo 254-A da Lei nº 6.404/1976, serem incluídas em eventual oferta pública decorrente da alienação de controle, por valor correspondente a 100% (cem por cento) do preço pago às ações de propriedade do acionista controlador.
- h) "os termos da aludida AGE, além de estarem evitados de inconsistências técnicas, violam flagrantemente as normas legais e regulamentares que regem a matéria, motivo pelo qual deveriam ser melhor analisados por essa d. Autarquia";
 - do Processo Administrativo CVM nº 2002/7753
- i) "em 04.11.02, após ter adquirido o controle da MG Poliéster (antiga Rhodia-ster S/A), a MG International solicitou, por meio do Bank of América, o registro de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias e Preferenciais de emissão da Companhia, a teor do artigo 254-A da LSA e da Instrução CVM nº 361/02";
- j) "alegava-se que a MG International estava pagando um preço baixo aos acionistas minoritários pela aquisição de controle em razão do fato de estar assumindo o passivo da Companhia pelo seu valor de face, ou seja, sem lhe imputar qualquer desconto. Vale dizer, era notório que a MG International estava abatendo do valor pago aos acionistas minoritários o montante da dívida que estava adquirindo pelo quantum integral, sem nenhum desconto";
- k) "todos previam, inclusive essa d. Autarquia, que as dívidas em questão deveriam ser assumidas não pelo seu valor integral, mas condicionadas a um desconto, de modo a representar os riscos do negócio, inclusive de inadimplência";
- l) em 18.12.02, a MG International manifestou-se perante a CVM, por meio do Bank Of América, no sentido de que "tais empréstimos deverão ser tratados como obrigações financeiras normais da Companhia e que não há razão para se aplicar qualquer taxa de desconto em relação aos mesmos" (fl.224 do Processo Administrativo CVM nº 2002/7753);
- m) "ao assim proceder, a MG International assumiu, implicitamente, que os riscos da operação, inclusive de inadimplência, eram nulos, pois apenas isso poderia justificar a ausência de qualquer taxa de desconto";
- n) "entretanto, sem demonstrar qualquer coerência à sua anterior manifestação, a MG International, logo depois, elevou abusivamente as taxas de juros dos contratos, as quais passaram de uma média, em dólares, de 2,5% ao ano para patamares de 10% ao ano, tudo conforme já demonstrado no Processo Administrativo CVM nº 2002/7753. Com efeito, tratou-se de um aumento significativo, ensejando uma taxa muito elevada para os padrões de mercado da época, não condizente com o acentuado movimento de queda nas taxas de juros internacionais, muito menos com a real taxa a ser aplicada em contratos cujo risco de inadimplência é nulo";
- o) "além disso, a MG International, por meio da M&G Polímeros, realizou uma nova contratação, no valor de US\$ 23.887.248,00 aumentando a dívida da MG Poliéster para com seu controlador para quase US\$ 140 milhões de dólares. Frise-se que referido contrato também foi firmado com taxa de juros de 10% ao ano";
- p) "essas operações tiveram, nitidamente, o objetivo exclusivo de beneficiar indevidamente o grupo italiano, que passou a se remunerar dos juros abusivos praticados contra a MG Poliéster, apropriando-se, indevidamente, de parte considerável dos resultados da companhia e, por consequência, alijando os minoritários de sua participação na empresa";
- q) "diante destas constatações, fica nítido observar que a MG International, na qualidade de acionista controladora da M&G Poliéster, vem atuando de forma abusiva em relação à sociedade, em evidente arripio à Lei, incorrendo nas modalidades de abuso do poder de controle, previstas no art. 117, §1º, 'a' e 'f' da Lei n.º 6.404/76, bem como na falta com seu dever de lealdade, insculpido no art. 116, parágrafo único, do mesmo diploma";

r) "todas estas questões estão sendo discutidas judicialmente, por meio do processo nº 583.00.2006.122449-3, em trâmite perante a 28ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo" (fls.191/280);

■ das inconsistências técnicas constantes do laudo

s) "os administradores da MG Polímeros e MG Poliéster contrataram três empresas para realizarem a avaliação das companhias: (i) Ernest & Young, que apurou o valor do patrimônio líquido contábil da MG Polímeros para determinar o montante do aumento de capital da M&G Poliéster; (ii) Deutsche Bank, que averiguou o valor econômico das ações da MG Poliéster e MG Polímeros para determinar a relação de substituição das ações; e (iii) Engeval, responsável por apurar o valor de patrimônio líquido a preços de mercado das ações da MG Poliéster e MG Polímeros, conforme determinação do art. 264 da lei societária";

t) "já foi possível detectar inconsistências robustas no que se refere à avaliação das companhias pelo critério do valor econômico, o qual foi escolhido como base para estipular a relação de troca das ações" (fls.105/163):

■ discrepância no EV por tonelada de produto de cada empresa

- i. "ambas as empresas, MG Polímeros e MG Poliéster, têm produtos similares, quais sejam: *commodities* com preços de mercado. Partindo de uma análise de capacidade instalada, já que os preços praticados no mercado são muito similares, podemos encontrar uma primeira inconsistência em relação aos valores atribuídos às empresas. O laudo do Deutsche Bank considera o valor total da MG Polímeros, incluindo a dívida, em R\$1.172.000.000,00 (hum bilhão e cento e setenta e dois milhões de reais) e o valor da MG Poliéster em R\$ 264.400.000,00 (duzentos e sessenta e quatro milhões e quatrocentos mil reais). Se considerarmos a capacidade instalada de cada empresa, é possível verificar que o valor por tonelada de produtos atribuído à MG Polímeros é 3,68 vezes ou 268,2% maior que o valor atribuído à MG Poliéster";
- ii. "o laudo de avaliação do Deutsche não atribuiu valor à empresa Recipet, controlada da MG Poliéster, porque considerou que sua margem de contribuição esperada é igual a zero. Na nossa visão, considerar um valor nulo à Recipet prejudica a análise da MG Poliéster. No mínimo, a Recipet valeria seus ativos (terrenos, máquinas, etc.)";

■ diferença entre a receita implícita e a receita apresentada no laudo para a M&G Polímeros

- i. "para encontrar a receita de uma companhia, basta multiplicar o preço do produto pelo volume. O próprio laudo do Deutsche Bank apresenta qual foi o preço de PET na MG Polímeros e o volume, no entanto, o laudo mostra resultados totalmente diferentes daquilo que deveria ter resultado da simples multiplicação dos dados presentes no próprio laudo. Essa diferença de receita desvaloriza ainda mais o valor da MG Polímeros no estabelecimento da relação de troca";

■ conflito de Interesses na Rhodiaco (controle, taxa de conversão e receita mais baixa)

- i. "a Rhodiaco é fornecedora de matéria-prima para fabricação de PET e também é controlada pela MG Polímeros. Segundo as informações trazidas pelo laudo, a receita da Rhodiaco seria superior caso fossem considerados os preços de mercado para calcular a receita líquida. A MG Poliéster adquire matéria-prima, fornece para a Rhodiaco, que transforma e vende para a MG Poliéster, a qual paga uma taxa de conversão para a Rhodiaco. É como se a MG Poliéster estivesse subsidiando a indústria, contudo, apenas 51% das ações da Rhodiaco pertencem à MG Poliéster, ou seja, a outra sócia da Rhodiaco está sendo beneficiada às custas da MG Poliéster"¹¹;

■ diferença entre a receita implícita e a receita constante no laudo para a Rhodiaco

- i. "o laudo do Deutsche Bank comete a mesma irregularidade ao calcular a receita da Rhodiaco. Considerando os preços de mercado de PTA, multiplicados pelo volume de vendas, notamos que a receita da Rhodiaco está substancialmente sub-avaliada. O laudo desconsidera os dados de volume e preço de PTA para calcular a receita da Rhodiaco. A diferença entre o resultado do laudo e o resultado da multiplicação da receita pelo preço de PTA chega a 276%";
- ii. "esse mesmo erro foi cometido na análise da receita advinda de terceiros. É possível verificar diferenças altíssimas entre os números apresentados pelo laudo e os números encontrados pela multiplicação do preço pelo volume. A diferença chega a 255,9%";

■ diferença entre a receita implícita e a receita constante no laudo para Poços

- i. "o mesmo erro encontrado no cálculo da receita da MG Polímeros e da Rhodiaco também foi encontrado no cálculo da receita da planta da MG Polímeros em Poços de Caldas. Mais uma vez a avaliação da MG Polímeros fica desvalorizada por conta das diferenças na receita da planta de Poços de Caldas";

■ margens - perpetuidade e margem negativa por um período na M&G Poliéster

- i. "existe uma diferença enorme entre a margem calculada para a MG Polímeros e para a MG Poliéster. Ambas exercem as mesmas atividades, no entanto, a margem EBITDA da MG Poliéster chega a ficar negativa nos anos 2008 e 2009. A comparação entre a margem EBITDA da MG Polímeros e MG Poliéster nos leva a concluir que a MG Polímeros foi beneficiada, com a margem atingindo até o triplo da margem atribuída a Poliéster. Na perpetuidade, aonde se encontra a maior parte do valor presente das empresas, esse prêmio chega a 215%. Considerando um prêmio de, no máximo, 100% para a MG Polímeros em relação a MG Poliéster no último ano, chegamos a um valor substancialmente maior para a MG Poliéster";

■ preço estimado para a M&G Poliéster no laudo está abaixo do justo

- i. "considerando as premissas acima demonstradas, chegamos à relação de troca justa demonstrada abaixo":

Hipótese com as premissas acima	MG Polímeros	MG Poliéster
R\$	622,55	547,59
Ações	248.000.000	2.016.082.052
	2,510	0,272
	2,782	
Relação de Troca Justa		9,24

- ii. "a relação de troca proposta pelo laudo seria de 24,22935 ações da MG Poliéster para cada ação da MG Polímeros".

■ das inconsistências jurídicas na operação de incorporação da M&G Polímeros

u) "a administração da MG Poliéster escolheu o valor econômico para estipular a relação de troca na incorporação, porque esse é o critério que mais beneficia a MG Polímeros, haja vista que o valor da sociedade, mensurado por essa sistemática, é quase quatro vezes maior do que o que foi encontrado usando o critério do valor patrimonial líquido a preços de mercado";

v) "como o controlador da MG Poliéster é o mesmo que da MG Polímeros, uma avaliação benéfica para a MG Polímeros não o prejudica porque, apesar de ser diluída em sua participação acionária na MG Poliéster, o mesmo acionista controlador participa da MGGLOBAL Part, que é a atual controladora da MG Polímeros e que passará a controlar a MG Poliéster devido à operação de incorporação";

w) "se aprovada essa operação em assembleia geral, a MG Poliéster pagará um preço muito maior do que o devido por uma empresa que, desde o começo, (...) deveria ter sido criada pela própria MG Poliéster";

x) "esse preço absurdo atribuído para a MG Polímeros prejudica a MG Poliéster e seus acionistas minoritários, por terem que suportar uma diluição de sua participação acionária totalmente injustificada";

y) "para a avaliação da relação de troca foi utilizada a metodologia do valor econômico, enquanto que para a avaliação da MG Polímeros, por conta do aumento do capital social da incorporadora (MG Poliéster), foi usado o valor do patrimônio líquido contábil. E, por absurdo, não foi divulgada uma descrição pormenorizada da justificativa de ter adotado o critério de valor econômico para o cálculo da relação de substituição e outro critério para o aumento de capital social da MG Poliéster, em flagrante afronta à própria interpretação dessa d. Autarquia sobre o assunto";

z) "assim sendo, a caracterização da diluição injustificada torna-se patente à medida que a MG International, por meio da administração da MG Poliéster, não esboçou qualquer

explicação plausível acerca da utilização dos critérios para a avaliação das companhias. A única menção que faz à escolha da sistemática do valor econômico foi no sentido de ter sido entendido como a melhor para a determinação do valor das companhias. Vale dizer, não demonstrou 'pormenorizadamente', nos dizeres da legislação, o porquê de tal critério ter sido eleito o melhor, deixando, portanto, de atender à determinação legal";

aa) "corroborando as alegações acima espostas, está a jurisprudência dessa própria Autarquia" (Processo CVM nºRJ/2004/3098 [42](#));

bb) "a adoção de critérios diferentes para uma mesma operação aponta para uma tentativa de fraudar a lei. Isso porque se a administração da companhia propõe um critério previsto em lei para o aumento do capital social da MG Poliéster por conta da incorporação da MG Polímeros, a princípio, a operação estaria correta, porque a realidade do capital social estaria preservada. No entanto, esse mesmo critério não é usado para calcular a relação de substituição das ações da MG Polímeros pela MG Poliéster. E nessa etapa é que o ganho do acionista controlador fica caracterizado. Aproveitando-se da liberdade de escolha de critérios para estipular a relação de troca, os administradores escolhem um critério que claramente apenas beneficia os sócios da MG Polímeros, que, conforme divulgado pela companhia, é o mesmo controlador da MG Poliéster";

cc) "a diluição injustificada torna-se ainda mais patente quando se percebe que o valor econômico é o critério que mais prejudica a MG Poliéster e seus acionistas minoritários e, além disso, está muito distante do valor de mercado e contábil da Companhia, fato que, a teor da jurisprudência dessa d. Autarquia, (...) também fortalece a caracterização da diluição injustificada";

dd) "a diferença entre as bandas de valores obtidas utilizando-se o critério do valor econômico é gritante, sendo de 0,1255/0,1387 por ação para a MG Poliéster e de 3,0403/3,3603 por ação para a MG Polímeros, fato muito estranho, dada a similaridade entre o negócio desenvolvido por ambas as companhias, mesmo considerando a localização geográfica de cada uma, o que também faz contribuir, sobremaneira, para a caracterização da diluição injustificada da participação dos acionistas minoritários";

ee) "por todo o exposto, resta patente a caracterização da diluição injustificada da participação dos Requerentes e de todos os acionistas minoritários, pelo fato de que a MG Internacional, por meio da administração da MG Poliéster, ter deixado de justificar adequadamente a escolha dos critérios para a avaliação das Companhias. Assim, em razão das inconsistências acima ventiladas, faz-se necessária a análise mais cuidadosa da questão, justificando, pois, a interrupção do prazo de convocação da AGR que deliberará acerca da matéria";

■ da existência de abuso de poder de controle

ff) "o acionista controlador não pode usar seu poder de controle para sua vantagem pessoal. Nessa esteira, é classificada como abuso de poder de controle a 'realização de qualquer ato de reestruturação societária, no interesse exclusivo do acionista controlador', conforme o artigo 1º, inciso I, da Instrução CVM nº 323, de 19.01.00";

gg) "essa mesma Instrução, em seu inciso VIII, também considera haver abuso de poder de controle no caso de 'promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desrazoadas, inclusive mediante a incorporação, sob qualquer modalidade, de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, ou da fixação do preço de emissão das ações em valores substancialmente elevados em relação à cotação de bolsa ou de mercado de balcão organizado'";

hh) "assim, pelo que acima foi exposto, resta configurado o abuso do poder de controle por parte da MG Internacional em face da MG Poliéster, justificando, pois, a interrupção de aludida assembléia para fins de análise dessa d. Autarquia".

1.2 - Do Segundo Pedido de Interrupção de Age

3. Em 18.07.07, a Sra. Arlete Sanches Morales Cifali, acionista de M&G Poliéster S.A., detendo 10.000 (dez mil) ações ordinárias, encaminhou, por fax, pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência da AGE da Companhia [43](#), conforme resumimos a seguir (fls.):

- a. "ambas as companhias (M&G Poliéster S.A. e M&G Polímeros S.A.) possuem a mesma linha de produtos, a saber, a produção de resina PET para embalagens, fibras sintéticas de poliéster, ácido tereftálico purificado (PTA) e polímeros de poliéster reciclados (vide páginas 10 e 13 do Relatório de Avaliação da Engeval)";
- b. "a M&G Polímeros foi constituída recentemente (03.11.2004), após a aquisição, em 2002, do controle acionário da M&G Poliéster (anteriormente denominada Rhodia-Ster) pelo grupo italiano Mossi&Ghisolli, iniciando suas atividades apenas neste ano de 2007 (vide página 3 do Relatório de Avaliação da Engeval e página 7 das demonstrações financeiras da M&G Polímeros auditados pela Ernst&Young)";
- c. "após a aquisição do controle da M&G Poliéster (2002), os acionistas controladores constituíram no Brasil outra sociedade para atuar no mesmo ramo da M&G Poliéster, com isso transferindo atividades empresariais lucrativas da M&G Poliéster (companhia aberta) à M&G Polímeros no interesse dos próprios controladores, passando essas empresas a concorrer entre si, com evidente favorecimento da M&G Polímeros (e, por conseguinte, dos controladores) em prejuízo da participação dos minoritários nos lucros e no acervo da M&G Poliéster – o que configura abuso de poder de controle, por força do disposto no art.117, §1º, "a", da Lei nº6.404/76, e no art.1º, III, da Instrução CVM nº323, de 19.1.2000";
- d. "segundo o Laudo de Avaliação do Deutsche Bank, a capacidade de produção nominal de toda as unidades fabris da M&G Poliéster (538.000 toneladas por ano – vide página 13 do laudo) é muito maior do que a da única planta da M&G Polímeros (474.500 toneladas por ano – vide página 16 do mesmo laudo)";
- e. "não obstante ambas as companhias atuem no mesmo ramo e confeccionem a mesma linha de produtos; não obstante a M&G Polímeros tenha iniciado suas atividades somente em março de 2007, ou seja, há apenas quatro meses; não obstante a capacidade de produção nominal das unidades da M&G Poliéster seja superior à da M&G Polímeros surpreendentemente o Laudo de Avaliação elaborado pelo Deutsche Bank Securities para fins de fixação da relação de substituição das ações das companhias envolvidas acabou 'apurando' que o valor econômico por ação da M&G Polímeros seria vinte e seis vezes (...) maior do que o da M&G Poliéster";
- f. "o avaliador Deutsche Bank utilizou diferentes taxas de crescimento anual para as duas companhias (vide páginas 23 e 26 do laudo de avaliação do Deutsche Bank), a despeito de ambas atuarem no mesmo ramo e apresentarem a mesma linha de produtos, a capacidade de produção nominal de unidades da M&G Poliéster ser superior à da M&G Polímeros, e a avaliação se destinar à apuração do "valor intrínseco do negócio" (como está dito no Laudo, página 4). E o que chama a atenção é que a nova companhia constituída pelos controladores já iniciou suas operações no azul (página 36 do laudo), enquanto a projeção para a M&G Poliéster é de constantes perdas";
- g. "todos esses manifestos erros de avaliação (se não dolo) resultaram numa relação de troca de 24,229348 ações da M&G Poliéster para cada ação da M&G Polímeros, o que levará a uma diluição dos minoritários em benefício dos acionistas controladores, já que a incorporação certamente será aprovada em assembléia pelos majoritários, controladores de ambas as companhias envolvidas na incorporação. Ora, levantando-se em conta o valor do patrimônio líquido das companhias a preço de mercado, conforme apurado pela Engeval, essa mesma relação de troca seria de 6,252590 ações da M&G Poliéster para cada ação da M&G Polímeros. Em outras palavras, a relação de substituição sugerida pelo Deutsche Bank é quatro vezes mais prejudicial aos minoritários do que a relação de troca apurada pela Engeval, sendo certo ainda que os minoritários da M&G Poliéster serão diluídos de 11,55% do capital para apenas 2,902% - a demonstrar claramente que a operação não é equitativa para os acionistas minoritários da M&G Poliéster, porquanto não há razões econômicas para justificar tão discrepantes diferenças desses dois critérios, ainda mais levando em conta que ambas as companhias atuam no mesmo ramo, a M&G Polímeros iniciou suas atividades somente em março de 2007 (ou seja, há apenas quatro meses), e a capacidade de produção nominal das unidades da M&G Poliéster é superior à da M&G Polímeros";
- h. "os controladores da M&G Poliéster estão claramente promovendo a incorporação das ações da M&G Polímeros na M&G Poliéster com o propósito de obter, para si, vantagem indevida, em prejuízo dos acionistas minoritários, que serão diluídos injustificadamente, o que configura abuso do poder de controle (art.117, §1º, "b", da Lei nº6.404/76). O ilícito também está configurado no inciso VIII do art.1º da Instrução CVM nº323, de 19.1.2000"; e
- i. "diante desses fatos gravíssimos, esta acionista vem requerer, com fundamento no art.124, §5º, II, da Lei nº6.404/76, a interrupção, por até 15 (quinze) dias, do curso do prazo de antecedência da convocação da assembléia geral extraordinária da M&G Poliéster que se realizará no próximo dia 25 de julho de 2007, às 15 horas, a fim de que essa Comissão de Valores Mobiliários conheça e analise as propostas a serem submetidas à assembléia, e informe à companhia, seus administradores, acionistas controladores e ao avaliador Deutsche Bank Securities Inc., até o término da interrupção, as razões pelas quais a deliberação proposta aos acionistas viola dispositivos legais e regulamentares".

1.3 - Da Manifestação da Companhia

4. Instada a se manifestar por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº221/07, em 17.07.07, a M&G Poliéster S.A. encaminhou correspondência, em 18.07.07, alegando o que se segue (fls. 292/310):

■ considerações preliminares

- a. "apesar de tais matérias [condutas supostamente abusivas do acionista controlador demonstradas pela oferta pública formulada pela M&G Internacional, visando ao atendimento do disposto no artigo 254-A da Lei das S.A. combinada com cancelamento de registro da Companhia, e a elevação das taxas de juros em contratos de mútuo envolvendo uma subsidiária da M&G Poliéster e uma empresa relacionada ao grupo controlador] serem manifestamente estranhas ao objeto do aludido Pedido de Interrupção, vale apenas enfatizar que":
 - (i) "esta Comissão efetuou o registro da oferta pública formulada pela M&G Internacional, podendo-se concluir, portanto, que foram atendidos todos os requisitos legais e regulamentares aplicáveis"; e
 - (ii) "a questão relativa à elevação das taxas de juros foi exaustivamente examinada por Comissão de Inquérito instaurada por esta autarquia, no âmbito do PAS CVM nº 26/2005,

a qual concluiu, segundo consta do respectivo Relatório, que 'a análise sistemática do conjunto de operações de mútuo realizadas no período de outubro de 2002 até outubro de 2004 entre a Rhodia-ster Fibras e Resinas e a Polímeros não revelou a presença de dolo de aproveitamento da controladora M&G International, em detrimento da controlada M&G Poliéster, de modo a caracterizar abuso de poder de controle' e que a 'contratação de empréstimos *intercompany* ocorreu em condições de mercado justificadas pela companhia sem que se caracterizasse favorecimento";

- b. "desde que a M&G International adquiriu o controle acionário da M&G Poliéster, em outubro de 2002, a Hedging-Griffo e outros acionistas a ela relacionados, em clara prática de abuso de minoria, ingressaram com diversas medidas judiciais e administrativas para questionar a legitimidade de atos praticados pela acionista controladora, todas as quais foram consideradas improcedentes ou julgadas extintas pelos órgãos competentes, conforme se verifica da Relação em anexo";
- da improcedência das críticas ao laudo de avaliação elaborado pelo Deutsche Bank
- c. "a Companhia solicitou que o Deutsche Bank se manifestasse sobre as críticas dirigidas a seu trabalho, as quais foram devidamente analisadas e refutadas no documento anexado à presente petição";
- d. "conforme se verifica de tal documento, após analisar, uma a uma, as acusações formuladas pela Hedging-Griffo contra o Laudo de Avaliação e demonstrar a sua absoluta ausência de fundamento, o Deutsche Bank concluiu que 'na nossa visão as premissas apresentadas na Reclamação carecem de fundamento teórico e a avaliação da Poliéster e da Polímeros apresentadas no Laudo estão devidamente fundamentadas, sendo que para atingir as conclusões descritas no Laudo foram observados métodos adequados de avaliação de empresas, amplamente utilizados em trabalhos de avaliação realizados por instituições financeiras e empresas especializadas";
- e. "diante disso, como o avaliador independente contratado pela Companhia esclareceu todos os questionamentos apresentados em relação ao Laudo por ele elaborado e reiterou os resultados ali apurados, conclui-se que a relação de troca proposta para a Incorporação de Ações representa a justa contrapartida entre o valor das Companhias envolvidas, não havendo, ao contrário do que alega a Hedging-Griffo, qualquer diluição injustificada na participação dos acionistas minoritários da M&G Poliéster";
- da justificativa para a escolha do critério do fluxo de caixa descontado para a fixação da relação de troca
- f. "o método de fluxo de caixa descontado é amplamente reconhecido como o 'mais abrangente' e de 'maior rigor conceitual e coerência' na avaliação de ativos e de empresas, pois 'revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento', em consonância com a noção de que o valor de um negócio depende, fundamentalmente, dos benefícios futuros que ele deverá produzir (4)";
- g. "de fato, existe um consenso de que a capacidade de geração de caixa é que demonstra o valor efetivo de determinada companhia, conforme salienta a doutrina (5)";
- h. "em outras palavras, o método do fluxo de caixa descontado é o único critério capaz de aferir um núcleo produtivo de bens, em seu aspecto dinâmico, no que tem de fundamental, isto é, a sua capacidade de produzir recursos";
- i. "em vista disso, em praticamente todas as operações de incorporação ocorridas na prática dos negócios, tal método é adotado para se apurar o valor a ser atribuído às ações das sociedades envolvidas, com o objetivo de se apurar a relação de troca das ações";
- j. "no caso presente, os valores das companhias envolvidas, segundo o critério do fluxo de caixa descontado, foram apurados por empresa especializada independente e de notória reputação no mercado, o Deutsche Bank, o que confirma a legitimidade dos valores propostos pela administração das companhias";
- k. "o Laudo de Avaliação do Deutsche Bank observou os princípios e regras previstas na Instrução CVM n.º 361/2002, apesar desta não ser diretamente aplicável à hipótese de operações de reorganização societária, justamente para garantir que, no caso presente, fossem seguidos os mais elevados padrões existentes na regulamentação brasileira sobre a avaliação de companhias abertas";
- l. "a existência do Laudo de Avaliação elaborado pelo Deutsche Bank, fundamentando os valores da relação de troca proposta, demonstra, por si só, a absoluta diferença existente entre a presente situação e o caso citado como precedente pela Hedging-Griffo (Processo CVM RJ 2004/3098), no qual, segundo transcrito no próprio Pedido de Interrupção, não havia 'estudo detalhado ou laudo de avaliação da Companhia, tendo a administração se limitado a afirmar que o preço foi fixado 'no máximo possível' partindo da cotação das ações preferenciais, dentro de uma razoabilidade que não espante os interessados" (6);
- m. "portanto, considerando-se que foi adotado o critério universalmente utilizado em operações semelhantes e que os valores das relações de troca foram fixados com base em laudo de avaliação independente, não há como se considerar que as relações de troca fixadas não tenham sido adequadamente justificadas e, portanto, que elas tenham acarretado diluição injustificada da participação dos atuais acionistas da M&G Poliéster";
- n. "cumpre ainda ressaltar que a utilização do critério do valor de patrimônio líquido contábil, ao invés do fluxo de caixa descontado, para a determinação do valor do aumento de capital da sociedade incorporadora constitui prática absolutamente legítima, sendo também adotada em praticamente todas as operações de incorporação realizadas no mercado brasileiro, sem nunca ter sido questionada por quem quer que seja, inclusive, por esta Comissão";
- o. "ou seja, a utilização de critérios distintos para fixação das relações de troca e para a determinação do valor do aumento de capital, exatamente como ocorreu no caso presente, constitui prática absolutamente distinta no mercado, não podendo ser qualificada como tentativa de 'fraude à lei', conforme alega a Hedging-Griffo";
- p. "tanto as considerações acima formuladas são absolutamente verdadeiras que a própria Hedging-Griffo manifestou publicamente seu apoio à recente operação envolvendo a incorporação de ações de emissão da Bunge Fertilizantes S.A. ao patrimônio da Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfertil, na qual foram utilizados exatamente os mesmos critérios para a determinação do valor do aumento de capital da incorporadora e para a fixação das relações de troca, sem que, em nenhum momento, a ora reclamante questionasse a adequação dos aludidos critérios ou a ausência de justificativa para a sua adoção";
- q. "pelos mesmos motivos, também são absolutamente infundadas as alegações da Hedging-Griffo no sentido de que a operação em tela caracterizaria abuso de poder de controle e estaria sendo realizada no interesse exclusivo do acionista controlador";
- r. "ao contrário, tal operação atende aos interesses da M&G Poliéster e de seus acionistas, na medida em que, conforme informado no Fato Relevante divulgado em 03.07.2007, permitirá que a Companhia passe a participar da mais avançada fábrica de resina PET do mundo, com maior capacidade de produção e custos mais competitivos do que as plantas industriais atualmente operadas pela M&G Poliéster, promovendo, ainda, o alinhamento de interesses entre seus acionistas e o aprimoramento das práticas de governança corporativa adotadas pela Companhia";
- s. "estando adequadamente justificados os critérios utilizados para a fixação da relação de troca e não havendo qualquer inconsistência no Laudo de Avaliação elaborado pelo Deutsche Bank, não há como se considerar que a presente situação esteja enquadrada na hipótese prevista no artigo 1º, inciso VIII, da Instrução CVM no 323/2002, a qual veda a 'promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desarrasoadas";
- da impossibilidade de interrupção do prazo de convocação da assembleia geral com base nas alegações apresentadas pela Hedging-Griffo
- t. a manifestação da SEP, aprovada integralmente pelo Colegiado, no âmbito do Processo CVM RJ 2006/3848 (RA/SEP/GEA-4/Nº 022/2006), "refere-se, exatamente como ocorre no caso presente, a uma situação em que um acionista minoritário, que, inclusive, litigava judicialmente com a companhia, solicita a interrupção do prazo de convocação de assembleia geral que deliberaria sobre operação de incorporação de ações, em função de supostas irregularidades 'nos critérios e premissas utilizados pelo avaliador' e de questionamentos relativos à 'suficiência das informações (...) divulgadas ao mercado' (7);
- u. "vale ainda mencionar a decisão tomada pelo Colegiado no Processo CVM n.º RJ/2003/12767, que, acatando a posição recomendada pela SEP e pela Procuradoria Federal Especializada – PFE, indeferiu o pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de assembleia geral", considerando que, naquele momento, "qualquer elucubração acerca das (supostas) finalidades (ilegítimas) dos controladores afigura-se prematura, exigindo-se, para a punição pela eventual prática de abuso de controle relacionada à operação pretendida, dilação probatória aprofundada, o que traz inafastável incompatibilidade com o célere procedimento a que lançou mão a requerente" (8);
- v. "recentemente, esta Superintendência confirmou o entendimento acima explicitado, ao aduzir, em sua manifestação nos autos do Processo CVM n.º RJ 2007/3453, que 'não identificamos flagrantes irregularidades que justificassem a interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação das AGE e AGESP, além do que, caso o Colegiado venha a entender pela necessidade de se aprofundar diligências no que se refere à análise das premissas que embasaram os laudos, o prazo de quinze dias não seria suficiente, em nossa opinião, para conclusão dessas análises' (9);
- w. "ou seja, a eventual interrupção do prazo de convocação, com fundamento no disposto no artigo 124, § 5º, inciso II, somente se justifica em virtude da constatação de ilegalidade evidente nas propostas submetidas à assembleia geral, que possa ser apurada sem qualquer dilação probatória";
- x. "no caso presente, a proposta de Reorganização Societária não contém qualquer ilegalidade, muito menos, flagrante ou evidente, que possa ser, *a priori*, identificada por esta Comissão".

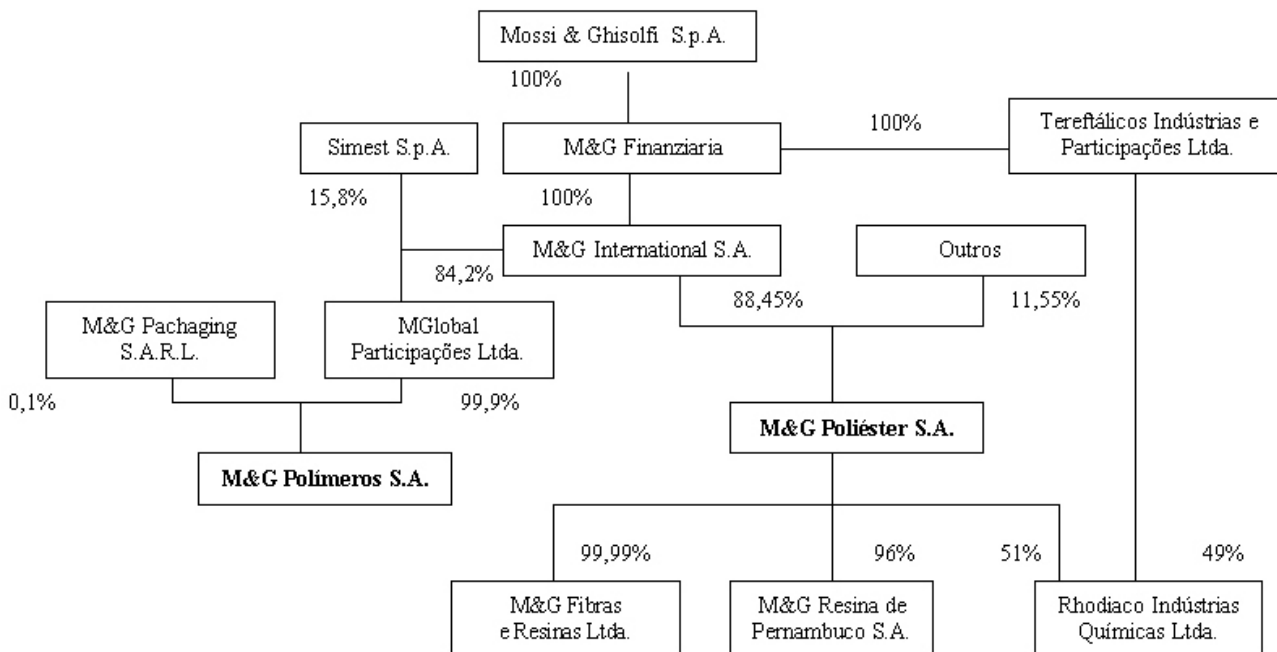
II - DA ANÁLISE

5. Cabe destacar inicialmente que a presente análise, motivada pelo pedido de interrupção formulado pelos acionistas minoritários, deverá ater-se ao conteúdo das matérias constantes da ordem do dia da AGE de M&G Poliéster S.A., convocada para o dia 25.07.07. Não caberia, no âmbito do presente processo, proceder a uma nova análise de

questões que já foram objeto de processos anteriores (Processo CVM nº RJ/2002/7753 e PAS CVM nº 26/2005), tais como, os fatos relacionados ao episódio de aquisição do controle acionário da M&G Poliéster S.A. e a realização OPA unificada por alienação de controle e para cancelamento de registro.

II.1 - Da Estrutura Acionária das Companhias Envolvidas

6. As Companhias envolvidas na operação de incorporação de ações apresentam a seguinte estrutura acionária (vide Fato Relevante de 05.07.07 e Laudo de Avaliação Econômico-Financeira da Deutsche Bank Securities Inc. – fls. 62/71 e 121):



II.2 - Dos Fundamentos do Pedido de Interrupção do Prazo de Antecedência da AGE

7. Em seu pedido, o acionista questiona, em resumo, os seguintes pontos:
- o acionista controlador teria aproveitado uma oportunidade de negócio da M&G Poliéster S.A., ao constituir nova empresa que teria objeto social semelhante ao de sua controlada, sob a alegação de que "a estrutura de capital da M&G Poliéster S.A. não comportaria financiar o mencionado projeto" (vide correspondência da M&G International S.A., de 26.04.06 – fl. 60);
 - cerca de um ano depois, no final de março de 2007, a empresa resultante - M&G Polímeros S.A. iniciou suas operações (fls. 64);
 - em 05.07.07, foi divulgado Fato Relevante (fls. 62/71), por meio do qual o mercado foi informado da incorporação de ações da M&G Polímeros S.A. pela M&G Poliéster S.A., com base em relação de troca considerada não equânime pelos Requerentes, notadamente, em função dos seguintes aspectos:
 - a administração das companhias envolvidas não teria justificado adequadamente a adoção do critério valor econômico na atribuição da relação de troca;
 - o patrimônio líquido da M&G Polímeros S.A., para fins de fixação do valor do aumento de capital a ser implementado na M&G Poliéster em decorrência da incorporação de ações, foi determinado com base no **valor patrimonial contábil**. Na opinião do reclamante, deveria ter sido apresentada uma justificativa adequada para se estabelecesse um critério para a relação de troca e outro para o aumento de capital. A adoção de diferentes critérios apontaria "para uma tentativa de fraudar a Lei";
 - o laudo de avaliação que fundamentou a relação de troca conteria inconsistências técnicas.
8. Os pontos acima mencionados serão comentados a seguir.

II.2.1 - Justificativa para a adoção do critério valor econômico na atribuição da relação de troca e adoção do valor contábil para registro do aumento de capital na M&G Poliéster S.A.

9. De acordo com o item 3.3.1 do Fato Relevante, "as administrações das Companhias entendem que a incorporação de Ações está sendo proposta em condições equitativas, pois a relação de substituição das ações foi apurada com base em avaliações econômico-financeiras realizadas [por Deutsche Bank Securities Inc.] segundo o critério do valor econômico das ações, baseado no método do fluxo de caixa descontado, o qual foi considerado por avaliador especializado independente como o apropriado para a determinação do valor das Companhias".
10. Além do mencionado Laudo a Valor Econômico, foram elaborados o Laudo do Patrimônio Líquido Contábil ⁽¹⁰⁾ [Laudo da M&G Polímeros S.A. utilizado para fins de fixação do valor do aumento de capital a ser implementado na M&G Poliéster] e o Laudo do Patrimônio Líquido a Valor de Mercado ⁽¹¹⁾ [elaborado para efeitos da comparação prevista no artigo 264 da Lei nº 6.404/1976] (fls. 318/422).
11. Chamam a atenção, conforme questionamento formulado pelos requerentes, as disparidades nas relações de troca resultantes dos diferentes critérios. Segundo o critério contábil, a relação de troca seria de 4,3356 ações de emissão da Poliéster para cada ação de emissão da Polímeros; segundo critério laudo a mercado a relação seria de 6,25 para 1; e pelo critério efetivamente adotado, a relação é de 24,22 para 1 (vide quadros abaixo). Assim, para efetuar essa operação, a M&G Poliéster S.A. emitirá 6.008.878.425 ações. A cotação dessas ações na BOVESPA (média dos últimos trinta dias) foi de R\$0,339615/ação, de modo que o valor de mercado das ações da M&G Poliéster S.A. que serão transferidas aos atuais acionistas da M&G Polímeros S.A. seria de aproximadamente R\$2.040.707.557,41.

VALOR ECONÔMICO

	M&G Polímeros	M&G Poliéster
Valor da Sociedade (R\$):	793.700.000	266.300.000
Quantidade de Ações:	248.000.000	2.016.082.052
Valor por Ação (R\$):	3,200403	0,132088
Relação de Substituição (Ações da M&G Poliéster para cada ação da M&G Polímeros):	1	24,229348

PREÇO DE MERCADO

	M&G Polímeros	M&G Poliéster
Valor da Sociedade (R\$):	175.971.000	362.651.000
Quantidade de Ações (*):	156.458.977	2.016.082.052
Valor por Ação (R\$):	1,124710	0,179879
Relação de Substituição – Art. 264, da Lei nº 6.404/76 (Ações da M&G Poliéster para cada ação da M&G Polímeros):	1	6,252590

(*) A quantidade de ações não reflete o aumento de capital ocorrido na M&G Polímeros em 11.06.2007 porque, segundo a Companhia, "no método do Patrimônio Líquido ajustado, a valor de mercado, uma empresa é avaliada em um momento estático".

PL CONTÁBIL

	M&G Polímeros	M&G Poliéster
Valor da Sociedade (R\$):	155.710.969,32	292.026.486,85
Quantidade de Ações:	248.000.000	2.016.082.052
Valor por Ação (R\$):	0,627866	0,144848
Relação de Substituição (Ações da M&G Poliéster para cada ação da M&G Polímeros):	1	4,3356

12. Por essa razão o requerente entende que caberia uma justificativa para a adoção do referido critério econômico, que resultaria em uma maior diluição de sua participação acionária em comparação com os demais parâmetros.
13. No entanto, no que se refere à escolha dos critérios para a avaliação do patrimônio da companhia incorporada e o estabelecimento da relação de troca, há entendimento pacífico na doutrina e nos precedentes administrativos da CVM no sentido de ser esta uma decisão de livre escolha da administração das sociedades, à condição de que seja devidamente fundamentada, sobretudo perante a assembleia geral, de modo que os acionistas, conhecendo as razões da operação, possam formar seu juízo quanto à oportunidade do negócio.
14. O método do fluxo de caixa descontado (FCD) constitui critério de avaliação econômica reconhecido na Lei nº 6.404/76 e aceito pela CVM para fins de avaliação de companhia aberta⁽¹²⁾. A adoção de tal critério para a avaliação de ambas as empresas fundamentada em Laudo de Avaliação elaborado por instituição independente e de reconhecida capacidade técnica constituiria, a princípio e sem adentrar ainda nos questionamentos relativos às premissas adotadas, a justificativa da relação de troca, tendo em vista, ainda, no caso concreto, a declaração do avaliador no sentido de que, em sua opinião, "o FCD é a metodologia apropriada para determinar o valor da Poliéster e Polímeros".
15. Neste ponto, cabe ressaltar que o precedente administrativo do Processo CVM nºRJ/2004/3098, evocado pela Hedging-Griffo para sustentar a ocorrência de diluição injustificada, reportou-se, na verdade, a caso onde sequer havia sido confeccionado estudo técnico ou laudo de avaliação da Companhia ⁽¹³⁾.
16. Outrossim, não haveria óbice legal à utilização de critérios distintos para fixação das relações de troca na incorporação de ações da M&G Polímeros S.A. e na determinação do valor do aumento de capital da M&G Poliéster S.A.
17. O valor do aumento de capital (baseado na avaliação contábil da M&G Polímeros S.A.) será de R\$155.710.969,32, ao passo que os ativos da transferidos à M&G Poliéster S.A. teriam um valor econômico de R\$793.700.000,00. No entanto, tratando-se de reestruturações societárias que envolvem entidades sob controle comum, a orientação deve ser no sentido de adoção do critério contábil para fins de registro do investimento na incorporadora, uma vez que não há mudança no controle de ambas as sociedades, independente da relação de troca observada⁽¹⁴⁾.

II.2.2 - Das eventuais inconsistências técnicas apontadas no laudo de avaliação

18. De acordo com o reportado nos pedidos de interrupção, o laudo de avaliação econômico-financeiro, elaborado por Deutsche Bank Securities Inc., apresentaria as inconsistências técnicas, que seguem abaixo, em resumo, juntamente às justificativas apresentadas pelo avaliador:

Reclamante	Deutsche Bank
1) Ambas as empresas, MG Polímeros e MG Poliéster, têm produtos similares, quais sejam: commodities com preços de mercado. Em análise de capacidade instalada, e considerando que os preços praticados no mercado são muito similares, é possível verificar que o valor por tonelada de produtos atribuído à MG Polímeros é 3,68 vezes ou 268,2% maior que o valor atribuído à MG Poliéster.	MG Polímeros e MG Poliéster são empresas com plantas diferentes, processos produtivos distintos e vendem um <i>mix</i> de produtos diferentes, de forma que a análise da capacidade instalada como determinante de valor carece de fundamento teórico.
2) O laudo não atribuiu valor à empresa Recipet (controlada da MG Poliéster), o que prejudica a análise da MG Poliéster. No mínimo, a Recipet valeria seus ativos (terrenos, máquinas, etc.)	A premissa utilizada foi de que a Recipet seguirá em operação e que sua margem de contribuição esperada é igual a zero, ou seja, espera-se que a Recipet gere caixa suficiente para pagar seus custos, despesas e investimentos. Para que fosse atribuído valor à Recipet com base no valor de seus ativos, deveria ter sido adotada a premissa de encerramento das atividades e a liquidação de suas operações, de modo que seu valor seria o saldo da venda de seus ativos após a dedução de todos os seus passivos e dos custos da liquidação, o que resultaria em valor negativo.

<p>3) O laudo apresenta o preço de PET na MG Polímeros e o volume, no entanto, mostra resultados totalmente diferentes daquilo que deveria ter resultado da simples multiplicação do volume pelo preço (ambos apresentados no laudo), o que desvaloriza ainda mais o valor da MG Polímeros no estabelecimento da relação de troca.</p>	<p>Os preços médios apresentados no laudo são os preços médios de venda e excluem os incentivos concedidos pelo Estado de Pernambuco. Ao se computar os produtos vendidos pelos respectivos preços de venda e acrescentando os incentivos, chega-se à receita líquida de venda.</p> <p>O mesmo princípio foi adotado com relação à MG Poliéster com relação aos incentivos concedidos pelos Estados de Minas Gerais e Pernambuco.</p>
<p>4) A Rhodiaco é fornecedora de matéria-prima para fabricação de PET e também é controlada pela MG Polímeros.</p> <p>Segundo as informações trazidas pelo laudo, a receita da Rhodiaco seria superior caso fossem considerados os preços de mercado para calcular a receita líquida.</p> <p>A MG Poliéster adquire matéria-prima, fornece para a Rhodiaco, que transforma e vende para a MG Poliéster, a qual paga uma taxa de conversão para a Rhodiaco. A MG Poliéster estaria subsidiando a indústria, contudo, apenas 51% das ações da Rhodiaco pertencem à MG Poliéster, ou seja, a outra sócia da Rhodiaco está sendo beneficiada às custas da MG Poliéster.</p>	<p>A Rhodiaco é controlada pela MG Poliéster e não pela MG Polímeros.</p> <p>A forma de remuneração da Rhodiaco não implica que sua margem seja superior.</p> <p>A taxa de conversão visa cobrir custos (indiretos) fixos, investimentos em manutenção e remunerar o investimento, portanto a MG Poliéster não subsidia a indústria.</p> <p>A remuneração da Rhodiaco segue os mesmos moldes de quando a Amoco do Brasil Ltda (acionista da Rhodiaco) era controlada pela BP Chemical – um terceiro, o que desqualifica a sugestão de que há conflitos de interesses.</p>
<p>5) Considerando os preços de mercado de PTA, multiplicados pelo volume de vendas, nota-se que a receita da Rhodiaco está substancialmente subavaliada. A diferença entre o resultado do laudo e o resultado da multiplicação da receita pelo preço de PTA chega a 276%.</p> <p>Esse mesmo erro foi cometido na análise da receita advinda de terceiros, em que é possível verificar diferenças altíssimas entre os números apresentados pelo laudo e os números encontrados pela multiplicação do preço pelo volume (a diferença chega a 255,9%).</p>	<p>A receita da Rhodiaco é composta de (i) taxa de conversão de PX em PTA; e (ii) venda a terceiros.</p> <p>A receita proveniente de conversão de PX em PTA não é receita de venda, mas sim receita de serviço, sendo que seu preço unitário é diferente do preço de venda do PTA.</p> <p>Do total de PTA produzido é transferido para Poços e Cabo e o excedente é exportado pela Rhodiaco. Da parte transferida, o excedente é vendido por poços para terceiros no mercado interno e compõe a receita de Poços.</p> <p>A receita da Rhodiaco deriva de uma fração do volume produzido para venda a terceiros (que totaliza 8,7 mil toneladas/ano, ou seja, R\$4,5 mil toneladas/ano, para 51% da Rhodiaco) e da receita de conversão.</p>
<p>6) O mesmo erro ocorre no cálculo da receita da planta da MG Polímeros em Poços de Caldas. A avaliação da MG Polímeros fica desvalorizada por conta das diferenças na receita da planta de Poços de Caldas.</p>	<p>A MG Poliéster possui planta em Poços de Caldas, não a MG Polímeros.</p> <p>A referida planta tem capacidade de produzir 181 mil toneladas/ano de PET e 226 mil toneladas/ano de fibras, operando em 99% de sua capacidade. O total de 226 mil toneladas/ano de fibras inclui o PTA excedente que Poços vende no mercado interno (vide item anterior), sendo o preço de venda o mesmo do PTA que é exportado. O excedente de receita apresentado é relativo aos incentivos fiscais.</p>
<p>7) Existe uma diferença enorme entre a margem calculada para a MG Polímeros e para a MG Poliéster. Ambas exercem as mesmas atividades, no entanto, a margem EBITDA da MG Poliéster chega a ficar negativa nos anos 2008 e 2009. A comparação entre a margem EBITDA da MG Polímeros e MG Poliéster nos leva a concluir que a MG Polímeros foi beneficiada, com a margem atingindo até o triplo da margem atribuída à MG Poliéster. Na perpetuidade, onde se encontra a maior parte do valor presente das empresas, esse prêmio chega a 215%.</p> <p>Considerando um prêmio de no máximo 100% para a MG Polímeros em relação a MG Poliéster no último ano, chegamos a um valor substancialmente maior para a MG Poliéster.</p>	<p>As margens de EBITDA da MG Polímeros e MG Poliéster são diferentes, pois a <i>mix</i> de produtos vendidos é diferente, as empresas têm diferentes logísticas de produção e diferentes processos produtivos.</p> <p>A MG Polímeros tem uma planta recém construída e tem tecnologia de ponta desenvolvida pelo Grupo MG, enquanto a MG Poliéster tem plantas em operação desde o fim da década de 70, com tecnologia defasada.</p> <p>A MG Polímeros se beneficia de uma escala muito maior que a MG Poliéster e tem custo de produção menor.</p> <p>A MG Polímeros tem uma única linha de produção com capacidade anual de 474.500 toneladas/ano, comparado com 3 plantas da MG Poliéster com capacidade nominal de 520.000 toneladas/ano (sendo que em Poços, há 3 linhas de produção).</p> <p>A estrutura de produção da MG Poliéster requer transporte de mercadorias (principalmente PTA) entre as diferentes localidades, o que resulta em custos adicionais inexistentes na MG Polímeros.</p> <p>As margens de EBITDA da MG Polímeros aumentam ao longo da projeção à medida que a <i>mix</i> de vendas melhora ao apresentar mais vendas no mercado interno, acompanhando o crescimento da demanda interna. A MG Poliéster já apresenta uma <i>mix</i> favorável de vendas concentrado no mercado doméstico desde o início das projeções. As premissas adotadas implicam que as vendas da MG Polímeros não impactarão a <i>mix</i> de vendas da MG Poliéster.</p>
<p>8) Considerando as premissas acima descritas, a relação justa de troca seria de 9,24 e não de 24,22935, conforme consta no laudo.</p>	<p>As premissas apresentadas pelo reclamante carecem de fundamento teórico e a avaliação da MG Poliéster e MG Polímeros estão devidamente fundamentadas, sendo que, para atingir as conclusões descritas no laudo, foram observados métodos adequados de avaliação de empresas, amplamente utilizados em trabalhos de avaliação realizados por instituições financeiras e empresas especializadas.</p>

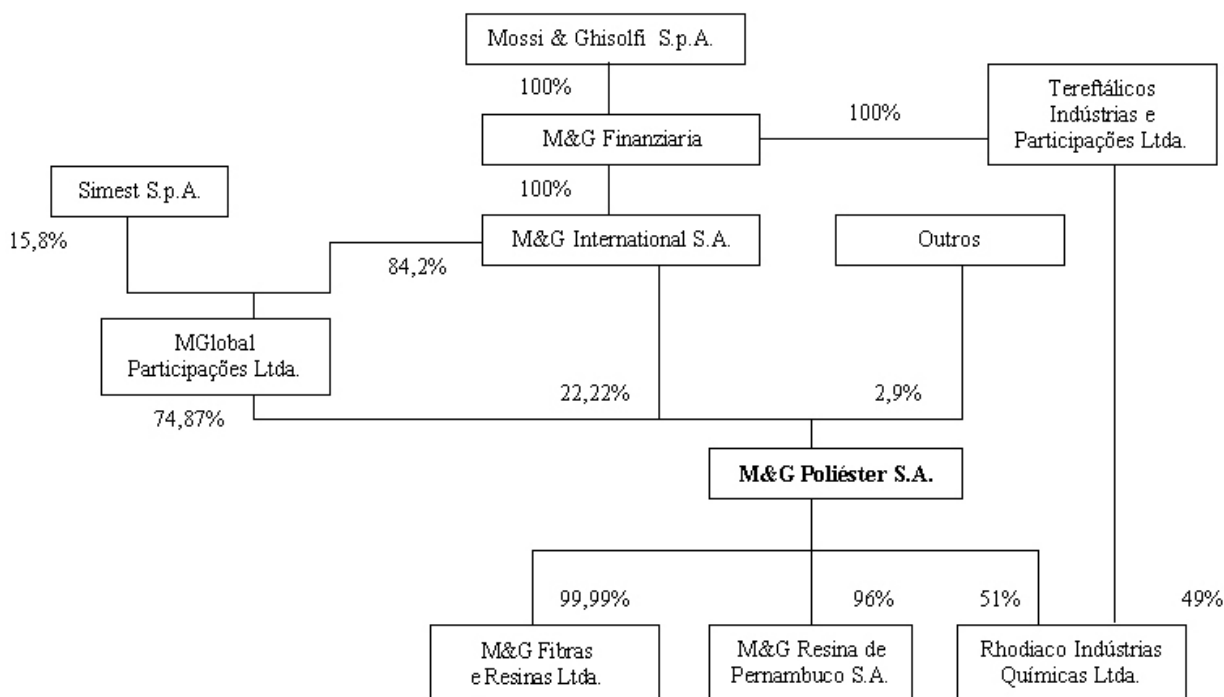
19. Inicialmente, entendemos não caber à CVM entrar no mérito das premissas utilizadas no laudo de avaliação, incumbindo a esta Autarquia zelar para que esteja disponível aos acionistas justificativa pormenorizada acerca do valor final obtido no laudo de avaliação e, conseqüentemente, o valor da relação de troca das ações.

20. Nesse sentido, o laudo de avaliação, disponibilizado no Sistema IPE, serviria como justificativa pormenorizada dos valores utilizados na operação.

21. Todavia, caso os acionistas apresentem questionamentos acerca das premissas utilizadas no laudo de avaliação (como, de fato, ocorreu), compete à administração da Companhia sanar tais dúvidas, apresentando esclarecimentos adicionais.
22. No presente caso, conforme se depreende da tabela acima, o Deutsche Bank apresentou justificativas "qualitativas" para os valores apresentados no laudo de avaliação quanto a todos os pontos abordados pelos Requerentes.
23. No entanto, notadamente quanto aos itens 3, 5, 6 e 7 da tabela, observa-se que não foram apresentados esclarecimentos "quantitativos", ou seja, não foram discriminados os montantes que teriam gerado as diferenças apontadas pelos Requerentes.
24. Desse modo, caberia, em nosso entendimento, sugerir à administração da M&G Poliéster que, quando da realização da Assembléia Geral, sejam apresentados os esclarecimentos julgados necessários à elucidação de eventuais questionamentos de seus acionistas, que deverão incluir as justificativas acima apresentadas.

II.2.3 - Do eventual abuso de poder do controle

25. Segundo consta dos itens 1.5 e 1.6 do Fato Relevante da Companhia, a incorporação atenderia aos interesses das Companhias envolvidas, na medida em que permitiria: (i) o aproveitamento das sinergias que serão obtidas com a união da tradição, expertise e conhecimento comercial e de mercado da M&G Poliéster com a maior capacidade e menores custos de produção da M&G Polímeros; (ii) o alinhamento dos interesses de ambas as Companhias; e (iii) o aprimoramento das práticas de governança corporativa adotadas pela M&G Poliéster e a unificação dos direitos conferidos por todas as ações de sua emissão, por meio da conversão das ações preferenciais em ordinárias e da atribuição do *tag-along* integral aos acionistas minoritários.
26. Quanto às justificativas apresentadas pelos administradores das Companhias, não vislumbramos, salvo melhor juízo, relação entre a conversão de ações preferenciais em ordinárias e a decisão de se proceder à incorporação de ações de emissão da M&G Polímeros.
27. Em relação aos demais itens (sinergias e alinhamento de interesses), entendemos que não caberia à CVM questionar a avaliação dos administradores, sobretudo em função do prazo exíguo de que se dispõe para a análise de pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de AGE.
28. Não obstante o acima exposto, caso o acionista controlador compareça à AGE e vote quanto à deliberação de incorporação de ações, a SEP continuará investigando a eventual configuração de abuso de poder, nos termos do art. 117, §1º, "b", da Lei nº6.404/76 e do artigo 1º, inciso VIII, da Instrução CVM nº323/00, considerando a operação desde a decisão do controlador de não realizar o investimento na M&G Polímeros por meio da M&G Poliéster, sob a alegação de que "a estrutura de capital da M&G Poliéster S.A. não comportaria financiar o mencionado projeto".
29. Ressalte-se que, após a aprovação da incorporação de ações da M&G Polímeros S.A., a estrutura acionária da M&G Poliéster S.A. passará a ser a seguinte: (vide item 1.7 do Fato Relevante - fls.64):



30. Note-se que, atualmente, as participações são de 88,45% na M&G Poliéster S.A. e de 84,2% na M&G Polímeros S.A.. Após a operação, a participação direta e indireta da M&G Internacional S.A. na M&G Poliéster S.A. e na M&G Polímeros S.A. passará a ser de 85,26%. No entanto, a M&G Internacional S.A. passará a exercer o direito de voto sobre as ações correspondentes a 97,1% do capital total de M&G Poliéster S.A.
31. Desse modo, o controlador permanecerá com aproximadamente a mesma participação indireta nas duas companhias consideradas em conjunto, sendo que os acionistas não controladores, em que pese a conversão de ações, terão reduzidos os seus direitos políticos na medida em que a sua participação será diluída de 11,55% para 2,9% do capital total.

CONCLUSÃO

Diante do exposto, entendemos inexistirem elementos que justifiquem a interrupção do curso do prazo de antecedência da AGE de M&G Poliéster S.A., marcada para o dia 25.07.07, nos termos do artigo 124, §5º, inciso II, da Lei nº6.404/76, considerando que qualquer conclusão quanto a eventual conflito de interesses do acionista controlador ou exercício abusivo de poder somente poderá se dar *a posteriori*, após o devido processo de investigação incompatível com o prazo e a natureza cautelar do pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de AGE, e uma vez constatado que o controlador exerceu seu poder com o objetivo de obter vantagem indevida em prejuízo dos demais acionistas. Tais questões continuarão a ser objeto de análise por parte da SEP.

Sendo assim, encaminhamos o presente processo à SGE, para que seja submetido à apreciação do Colegiado, nos termos do artigo 124, §5º, inciso II, da Lei nº6.404/76 e da Instrução CVM nº 372/02.

Atenciosamente,

Original assinado por

Diana Afonso Martins
Assistente GEA-4

Jorge Luis da Rocha Andrade
Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

De acordo, em 23/07/2007,

Original assinado por

Elizabeth Lopez Rios Machado

(1) Rhodiaco Indústrias Químicas Ltda. Vide gráfico da página 14 deste memorando.

(2) Recurso contra manifestação da SEP - Companhia de Saneamento do Paraná - SANEPAR – Decisão da administração de adotar parâmetro previsto no inciso I do § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76, qual seja, a perspectiva de rentabilidade da companhia, para fins da determinação do preço de emissão das ações ordinárias, objeto de proposta de aumento de capital, sem a apresentação de estudo detalhado ou laudo de avaliação da Companhia.

(3) Pedido juntado ao presente processo, a despeito de sua intempestividade, nos termos do artigo 3º, §3º, c/c artigo 2º, §2º, da Instrução CVM nº372/02.

(4) ELISEU MARTINS (org.). Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica. São Paulo: Atlas, 2001. ALEXANDRE ASSAF NETO. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo, Atlas, 2003. DEAN PAXSON e DOUGLAS WOOD. Dicionário Enciclopédico de Finanças. São Paulo: Atlas, 2001.

(5) MODESTO CARVALHOSA. Comentários à Lei de Sociedades por Ações, vol. 3. São Paulo: Saraiva, 1997, p. 461.

(6) Vide nota de rodapé da página 7 deste memorando.

(7) Pedido de interrupção do curso de prazo de antecedência de AGE de Petrobrás Química S.A. - Petroquisa que tinha por ordem do dia deliberar sobre a incorporação de ações da Companhia pela Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras. Pedido não deferido pelo Colegiado, em reunião de 18.05.06.

(8) Pedido de interrupção do curso de prazo de antecedência de AGE da Cataguases Leopoldina – CFLCL que tinha por ordem do dia deliberar sobre a redução do capital social e alterações estatutárias, entre elas, a inclusão do direito de recebimento de dividendos cumulativos pelas ações preferenciais. Pedido não deferido pelo Colegiado, em reunião de 03.12.03.

(9) Pedido de interrupção do curso de prazo de antecedência de AGE e da AGESP da Fosfertil - Fertilizantes Fosfatados S.A. que tinha por ordem do dia deliberar sobre a reestruturação societária, por meio da qual a Bunge Fertilizantes S.A., sociedade sob controle comum ao da Companhia, passaria a ser sua subsidiária integral. Pedido não deferido pelo Colegiado, em reunião de 18.04.07.

(10) Laudo da M&G Polímeros, elaborado por Ernst&Young Auditores Independentes S.S. e Laudo da M&G Poliéster elaborado por Deloitte Touche Tohmatsu.

(11) Laudo elaborado Engeval Engenharia de Avaliações Ltda.

(12) Lei nº 6.404/76, art 4º, § 4º - O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de **fluxo de caixa descontado**, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

(13) Vide nota de rodapé da página 7 deste memorando.

(14) Segundo critérios das normas internacionais de contabilidade (IFRS 3), ainda não adotadas no Brasil, um investimento resultante de uma aquisição ou incorporação envolvendo partes independentes seria registrado na incorporadora pelo valor de mercado das ações da incorporadora emitidas e transferidas em contrapartida à participação na incorporada (*Purchase Method*). O eventual *goodwill* resultante da operação resultaria da diferença entre o valor total da operação e o valor de mercado dos ativos líquidos da incorporada. No entanto, tal norma não se aplica a concentrações de atividades empresariais que envolvam entidades ou atividades empresariais sob controle comum.