

Interessados: M&G Poliéster S.A.

Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A.

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 16.07.07, Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A. ("Hedging-Griffo" ou "Requerente"), na qualidade de representante de diversos fundos de investimento detentores de participações minoritárias em M&G Poliéster S.A. ("MG Poliéster" ou "Companhia"), requereram interrupção do prazo de antecedência de convocação de Assembléia Geral Extraordinária ("Assembléia"), que iria realizar-se em 25.05.07.
2. Em 23.07.07, o Colegiado, acompanhando manifestação da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), indeferiu o pedido apresentado por não vislumbrar nas propostas da Assembléia alguma irregularidade comprovada de plano, passível de ser declarada pelo procedimento de que trata o art. 124, § 5º, II da Lei 6.404/76.
3. No pedido que ora se analisa, a Requerente postula a reconsideração desta decisão, nada obstante a Assembléia já tenha ocorrido, para que a CVM se manifeste novamente sobre a legalidade das propostas e sobre outros pontos suscitados em sua reclamação, como a declaração de impedimento de voto do acionista controlador e a diferenciação entre os institutos previstos nos art. 124, § 5º, II; 115, § 1º e 117 da Lei 6.404/76.

Primeiro Pedido de Interrupção.

4. **Sobre o Contexto de Realização da Assembléia.** Em sua manifestação (fls. 1/30), a Requerente em primeiro lugar se propõe a recompor o cenário da convocação da Assembléia. Para tanto, narra os seguintes fatos, não contestados pela Companhia:
 5. A MG Poliéster (antiga Rhodia-Ster) é uma companhia aberta, dedicada à produção de resinas plásticas e de material PET. Seu controle acionário pertence a Mossi & Ghisolfi International SpA ("Grupo Mossi & Ghisolfi").
 6. A M&G Polímeros ("MG Polímeros") é uma companhia fechada, recentemente constituída, que atua no mesmo segmento da MG Poliéster e também é de iniciativa do Grupo Mossi & Ghisolfi.
 7. Embora atuassem no mesmo setor e tivessem o mesmo controlador, as duas companhias não possuíam ligação societária direta entre si.
 8. Os rumores sobre a constituição da MG Polímeros surgiram em outubro de 2005, e logo foram questionados pela Requerente. Argumentava-se que, se fossem verdadeiras as notícias veiculadas na mídia, o controlador estaria constituindo uma concorrente da MG Poliéster, conseqüentemente descumprindo seu dever de diligência.
 9. Em resposta, datada de 26.04.2006, o Grupo Mossi & Ghisolfi afirmou que o mercado brasileiro de resinas PET é deficiente, não havendo abastecimento doméstico suficiente. Acrescentou, ainda, que a estrutura de capital da MG Poliéster não comportaria o novo empreendimento, dado que novos projetos teriam impacto negativo no seu fluxo de caixa e com isso dificultariam a obtenção de novas linhas de crédito, imprescindíveis à sua manutenção no mercado. Desta forma, a constituição de uma nova sociedade não violaria os interesses da Companhia.
10. Entretanto, em 05.07.2007, foi publicado Fato Relevante pela Companhia, noticiando a intenção de levar a efeito a Incorporação de Ações da MG Polímeros pela MG Poliéster ("Incorporação"). Logo em seguida foi convocada a Assembléia para deliberar sobre esta operação.
11. **Sobre as Alegadas Inconsistências da Operação.** A Requerente afirma que a Incorporação é marcada por uma série de inconsistências, que subdivide em inconsistências técnicas e jurídicas.
 12. Do ponto de vista jurídico, alega-se que não restou pormenorizadamente fundamentada a utilização do critério do valor econômico (fluxo de caixa descontado) para o cálculo da relação de troca das ações da MG Polímeros pela MG Poliéster. Isto seria particularmente grave no caso de que se cuida porque o valor apurado por este critério é significativamente inferior ao valor a que se chega pelo método do patrimônio líquido marcado a preços de mercado.
 13. Desta forma, os acionistas da MG Poliéster estariam sofrendo uma diluição injustificada, o que inclusive configura hipótese de abuso de poder de controle, de acordo com a Instrução CVM nº 323/00.
 14. A Requerente ressalta que a diluição atingiria apenas os acionistas minoritários da MG Poliéster, que teriam sua participação reduzida de 11,55% para 2,9%. Já o controlador, por também deter a maior parte do capital da MG Polímeros, não seria prejudicado.
 15. Ainda sobre os critérios de avaliação utilizados, a Requerente destacou que, para efeito da fixação da relação de troca das ações, as companhias foram avaliadas pelo método do fluxo de caixa descontado, mas, para efeito do aumento de capital da incorporadora, optou-se pelo valor do patrimônio líquido contábil. Embora a lei confira à administração liberdade para determinar o parâmetro de fixação do preço de emissão das novas ações em aumento de capital, a utilização de dois critérios distintos na mesma operação aponta para uma tentativa de fraudar a lei.
16. Quanto às inconsistências técnicas, a Hedging-Griffo faz algumas observações, adiante resumidas, ao laudo de avaliação das companhias pelo fluxo de caixa descontado, produzido pelo Deutsche Bank:
 - i. embora os produtos da MG Poliéster e da MG Polímeros sejam similares e a capacidade instalada da MG Poliéster seja superior, o valor atribuído à MG Polímeros foi muito maior que o atribuído à MG Poliéster;
 - ii. não foi atribuído valor à empresa Recipet, controlada pela MG Poliéster – no mínimo a empresa valeria seus ativos (terrenos, máquinas, etc.);
 - iii. na avaliação da MG Polímeros de algumas das plantas e sociedades controladas pela MG Poliéster, há discrepâncias

entre a receita implícita (preço do produto multiplicado pelo volume) e a receita apontada pelo laudo;

- iv. a despeito da semelhança das atividades desenvolvidas pela MG Poliéster e pela MG Polímeros, a margem EBITDA desta última é consideravelmente superior, atingindo 215% na perpetuidade.

17. Adotando as premissas que considera corretas, a Requerente aponta como relação de troca justa 1 ação da MG Polímeros por 9,24 ações da MG Poliéster. Como se verá a seguir, o laudo de avaliação pelo valor econômico indica a troca de 1 ação da MG Polímeros por 24,22 ações da MG Poliéster.
18. **Sobre a Aquisição de Controle da MG Poliéster.** Parte da exposição contida no pedido da Requerente remonta ao episódio da aquisição do controle da MG Poliéster pelo Grupo Mossi & Ghisolfi.
19. Segundo alega, os adquirentes do controle acionário teriam assumido as dívidas da Companhia pelo seu valor de face, sem nenhum desconto. Na verdade, isto teria sido um artifício para reduzir o valor da aquisição da Companhia e, com isso, o *tag along* dos acionistas minoritários. De todo modo, a atitude do adquirente autorizou a suposição de que aqueles créditos possuíam risco de inadimplência nulo.
20. Logo em seguida, porém, as taxas de juros destes empréstimos (assim como de outros empréstimos então contratados) foram elevadas de 2,5% a.a. para cerca de 10% a.a., o que não seria compatível com créditos que teoricamente teriam risco próximo a zero.
21. Este episódio, no entanto, já foi discutido no Processo CVM nº 2002/7753.

Segundo Pedido de Interrupção.

22. Um segundo pedido de interrupção foi apresentado pelo acionista Arlete Sanches Morales Cifali, fundamentado nos mesmos argumentos apresentados pela Hedging-Griffo (fls. 312/317).
23. A acionista frisou, em especial, a diferença entre a relação de troca sugerida pelo laudo de avaliação segundo o fluxo de caixa descontado e aquela sugerida pelo laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado. De acordo com o primeiro critério, 1 ação da MG Polímeros equivaleria a 24,22 ações da MG Poliéster; pelo segundo critério, a mesma ação da MG Polímeros corresponderia a 6,25 ações da MG Poliéster.
24. Não haveria razões econômicas que justificassem esta diferença, sobretudo por as companhias atuarem no mesmo ramo, e a MG Polímeros ter iniciado suas atividades apenas em março de 2007, além de contar com uma menor capacidade de produção nominal em suas unidades. Deste modo, a Incorporação teria o propósito de propiciar ao acionista controlador uma vantagem indevida em prejuízo dos minoritários.

Resposta da Companhia.

25. Ao tomar conhecimento do pedido de interrupção, a MG Poliéster apresentou resposta às alegações da Requerente (fls. 293/309).
26. **Sobre a Aquisição de Controle da MG Poliéster.** A Companhia enfatiza, em primeiro lugar, que a CVM efetuou o registro da oferta pública por aquisição de controle formulada por M&G International S.A., podendo-se concluir que foram atendidos todos os requisitos legais e regulamentares aplicáveis. Em segundo lugar, acrescenta que a questão das taxas de juros dos empréstimos já foi examinada por Comissão de Inquérito da CVM, não tendo sido encontradas ilegalidades.
27. **Sobre as Inconsistências Técnicas do Laudo de Avaliação.** A Companhia aduz que as críticas da Requerente ao laudo carecem de fundamentação teórica, e para rebatê-las reporta-se aos esclarecimentos adicionais apresentados pelo Deutsche Bank, adiante resumidos:
 - i. o EV por tonelada implícito da MG Poliéster e da MG Polímeros são de fato diferentes, em razão do valor econômico baseado na análise do fluxo de caixa descontado de ambas as empresas;
 - ii. MG Polímeros e MG Poliéster são empresas com plantas diferentes, têm processos produtivos distintos e vendem um *mix* de produtos diferentes, de forma que a análise da capacidade instalada como determinante de valor carece de fundamento teórico;
 - iii. o valor atribuído à empresa Recipet decorre da premissa de que a empresa seguirá em operação e que gerará caixa suficiente para pagar seus custos, despesas e investimentos – atribuir valor com base em ativos só seria possível se fosse adotada a premissa de encerramento das atividades e liquidação, hipótese em que deveriam ser considerados os passivos da empresa, resultando em valor negativo, logo inferior ao considerado no laudo;
 - iv. as discrepâncias de receitas da MG Polímeros decorrem da exclusão dos incentivos concedidos pelo Estado de Pernambuco, sendo que o mesmo princípio se aplica em relação à MG Poliéster em relação aos incentivos dos Estados de Minas Gerais e Pernambuco;
 - v. as diferentes margens atribuídas a MG Polímeros e MG Poliéster decorrem de suas diferentes tecnologias, estruturas de logística e processos produtivos.
28. Sobre a justificativa para a adoção do método do fluxo de caixa descontado, afirmou que este método é amplamente reconhecido como o mais abrangente e de maior rigor conceitual e coerência, pois revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de um determinado empreendimento. Em outras palavras, é o único método capaz de aferir um núcleo produtivo de bens em seu aspecto dinâmico, no que tem de fundamental, isto é, sua capacidade de produzir recursos. Por essa razão, é o método utilizado em praticamente todas as operações de incorporação.
29. Afirma, também, que no presente caso a análise foi conduzida por empresa especializada e independente, de notório saber no mercado, que observou os mais elevados padrões existentes na regulamentação brasileira sobre avaliação de companhias abertas.
30. A Companhia alega que também é prática comum nas operações de incorporação que o aumento de capital da incorporadora seja determinado pelo valor do patrimônio líquido contábil da incorporada, a despeito de a relação de troca ter sido estabelecida pelo critério do valor econômico. Isto teria ocorrido inclusive em recente operação envolvendo a companhia Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfertil, operação esta que teria recebido apoio da Reclamante.
31. Deste modo, não haveria que se falar em diluição injustificada, nem em abuso do poder de controle.
32. Por fim, a Companhia ressalta que a CVM vem reconhecendo que a via processual do art. 124, § 5º, II da Lei 6.404/76 é um rito sumário, que só comporta a apreciação de irregularidades flagrantes, que dispensam extensa dilação probatória. No presente caso, prossegue, não há qualquer

ilegalidade, muito menos flagrante.

Manifestação da SEP e Decisão do Colegiado.

33. A SEP limitou sua análise (fls. 426/448) às matérias da Assembléia, por entender descabida a revisão de questões que já foram objeto de processos anteriores, como a aquisição do controle acionário da MG Poliéster e a realização de OPA unificada por alienação de controle e para cancelamento de registro.
34. **Sobre os Critérios da Relação de Troca e do Aumento de Capital da MG Poliéster.** A SEP observa que foram produzidos três laudos de avaliações das companhias, tendo sido apurados resultados bastante divergentes, conforme quadro abaixo:

Espécie de Laudo de Avaliação	Relação de Substituição (ações da MG Poliéster para cada ação da MG Polímeros)
Laudo a Valor Econômico, pelo critério do Fluxo de Caixa Descontado, elaborado para fixar a relação de substituição.	1 x 24,229348
Laudo do Patrimônio Líquido a Valor de Mercado, elaborado para efeitos da comparação prevista no art. 264 da Lei 6.404/76	1 x 6,252590
Laudo do Patrimônio Líquido Contábil, elaborado para fixar o valor do aumento de capital da MG Poliéster	1 x 4,3356

35. A despeito da diferença entre os valores apurados, a SEP ressalta que a escolha do critério é uma decisão da administração das sociedades envolvidas, à condição de que esteja bem fundamentada. E, em seu entendimento, esta condição foi atendida, já que o fluxo de caixa descontado é critério previsto na lei e aceito pela CVM na avaliação de companhias abertas, tendo sido implementado por uma instituição independente e de reconhecida capacidade técnica que ratificou a adequação deste critério no caso concreto.
36. Quanto às inconsistências técnicas das premissas adotadas na avaliação das companhias, a SEP entende que não cabe à CVM entrar no mérito das premissas utilizadas no laudo de avaliação, devendo apenas zelar para que as justificativas pormenorizadas do valor final obtido estejam disponíveis aos acionistas.
37. Embora entendesse que o laudo de avaliação já contivesse tais justificativas, a SEP afirmou que, havendo dúvidas adicionais apresentadas pelos acionistas, caberia à administração saná-las.
- 38.** No caso, as questões suscitadas pela Requerente – que a SEP diligentemente cotejou com as repostas oferecidas pelo avaliador – teriam recebido esclarecimentos "qualitativos", mas não "quantitativos". Isto é: foram expostos os motivos que levaram às divergências identificadas pela Requerente, mas não houve uma exposição numérica dos montantes que teria gerado tais diferenças. Por essa razão, a SEP sugeriu à administração da MG Poliéster que, na Assembléia, apresentasse esclarecimentos adicionais⁽¹⁾.
39. Sobre o aumento do capital da MG Poliéster pelo valor contábil da MG Polímeros, a SEP registrou que não há óbice legal para tanto e, mais do que isto, confirma que esta deve ser a orientação observada em reestruturações de sociedades sob controle comum. Isto estaria em linha inclusive com normas internacionais de contabilidade (IFRS 3).
40. **Sobre o Eventual Abuso de Poder de Controle.** A SEP ressalta que a CVM não deve questionar a avaliação dos administradores sobre os benefícios da operação para a Companhia, sobretudo em razão do prazo exíguo para manifestação sobre o pedido de interrupção.
41. Todavia, caso o acionista controlador comparecesse à Assembléia e votasse, a SEP continuaria a investigar a eventual configuração de abuso de poder, desde a sua decisão de não realizar o investimento na MG Polímeros por meio da MG Poliéster, sob alegação de que a estrutura de capital da Companhia não comportaria o financiamento do mencionado projeto.
42. **Decisão.** Em razão destes fatos, a SEP entendeu que não havia razões que justificassem a interrupção do curso do prazo de antecedência da Assembléia nos termos do art. 124, § 5º, II da Lei 6.404/76. Reiterou, por fim, que conclusões quanto a conflitos de interesses ou abusos do acionista controlador só poderiam ser avaliadas posteriormente e que tais possibilidades continuariam sendo monitoradas.
43. O Colegiado acompanhou integralmente este entendimento e indeferiu o pedido de interrupção (fls. 450/451). Indo além, o Colegiado afirmou, conforme consta da ata da reunião do dia 23.07.2007, que a verificação das hipóteses de benefício particular do acionista controlador também só poderia ocorrer posteriormente à Assembléia. Como se verá adiante, esta menção ao "benefício particular" deu origem a dúvidas, trazidas pela Requerente em seu pedido de reconsideração.

Pedido de Reconsideração

44. O pedido de reconsideração da Hedging-Griffo (fls. 506/517) baseia-se em grande parte nos mesmos argumentos constantes de seu requerimento inicial. Após um novo relato, resumido, do contexto da Assembléia, a Requerente reitera suas considerações sobre:
- a atuação conflitante e abusiva do acionista controlador ao constituir uma sociedade concorrente à Companhia, sob a alegação de que não era razoável realizar este investimento por meio da MG Poliéster, e logo em seguida promover sua incorporação à própria MG Poliéster;
 - o negócio jurídico indireto consubstanciado na incorporação, com efeito de diluir a participação dos minoritários e reduzir seus direitos políticos – se o investimento na MG Polímeros tivesse sido desde o início consolidado na MG Poliéster (e para isto tivesse havido um aumento de capital nesta sociedade), os minoritários teriam tido direito de preferência na subscrição das ações emitidas;
 - falta de justificativas para a adoção do critério do valor econômico na avaliação das companhias envolvidas na Incorporação, tornando injustificada a diluição dos acionistas da MG Poliéster.

45. Ao comentar a decisão do Colegiado, a Requerente discorda do entendimento de que não há na proposta da Assembléia ilegalidade passível de ser verificada e declarada de plano, mediante o procedimento previsto no art. 124, § 5º, II da Lei 6.404/76. Segundo a Requerente, esta via processual não pode se restringir aos casos de irregularidades formais, devendo ser utilizada como instrumento para que a Autarquia consiga atuar na mesma velocidade com que são realizados os atos societários, como já ocorreu em casos anteriores.
46. Outro ponto ventilado no pedido de reconsideração é a distinção entre a existência de um benefício particular (e conseqüente impedimento de voto) e o conflito de interesses material e abuso de poder de controle (apurados depois de proferido o voto do acionista). A CVM teria divergido de seus precedentes anteriores e do Parecer de Orientação nº 34 ao misturar os institutos e afirmar que "qualquer conclusão quanto a eventual conflito de interesses ou benefício particular do acionista controlador, assim como quanto ao exercício abusivo de poder de controle somente poderá se dar a posteriori à deliberação".
47. Aqui é necessário um esclarecimento: a Requerente apresentou em 18.07.2007 uma outra manifestação, solicitando especificamente que a CVM reconhecesse o impedimento de voto do acionista controlador, por estar na situação de benefício particular prevista no art. 115, § 1º da Lei 6.404/76. Este pedido, entretanto, não está contido no presente processo. Como se percebe no documento à fl. 423, esta questão está sendo analisada em outro processo administrativo⁽²⁾.
48. A SEP de fato absteve-se de comentar a existência de benefício particular no caso concreto, mas o Colegiado, como antecipado acima, declarou que só se poderia chegar a alguma conclusão sobre o assunto após a Assembléia. A Requerente vislumbrou nesta afirmação um indeferimento do pedido de reconhecimento do impedimento de voto do acionista controlador.
49. Desta forma, a Requerente ressalta que apresentou dois pedidos distintos – um de interrupção do prazo da Assembléia; outro de declaração de impedimento de voto do acionista controlador. Enquanto o primeiro teve como fundamento a verificação de ilegalidades na proposta submetida à Assembléia, o segundo se baseou na existência de benefício particular ao controlador, o que não se confunde com a ilegalidade da proposta ou com o abuso de poder de controle. Portanto, os dois pedidos deveriam ser considerados de forma independente.
50. A Requerente postula o deferimento do pedido de reconsideração para que a CVM se pronuncie sobre (i) os fatos que tornaram a proposta ilegal e a necessária aplicação do art. 124, § 5º, II da Lei das S.A.; (ii) declaração de impedimento de voto do acionista controlador; e (iii) diferenciação entre os institutos previstos nos artigos 124, §5º, II; 115, § 1º e 117, todos da Lei 6.404/76.

É o Relatório.

VOTO

1. Como visto no Relatório, trata-se de pedido de reconsideração da decisão do Colegiado que indeferiu o pleito de interrupção do prazo de convocação para Assembléia Geral Extraordinária que deliberaria, entre outras matérias, sobre a incorporação de ações da MG Polímeros pela MG Poliéster.
2. **Sobre os Requisitos do Pedido de Reconsideração.** Inicialmente, observo que o presente pedido de reconsideração é de difícil enquadramento em qualquer das hipóteses do inciso IX da Deliberação CVM nº 463.
3. Exceção feita à questão do pedido de impedimento de voto do acionista controlador, de que tratarei mais detidamente adiante, não parece haver na decisão do Colegiado qualquer erro, omissão, obscuridade, inexatidão material, contradição ou dúvida. Na verdade, a maior parte do pedido de reconsideração é utilizada apenas para renovar o inconformismo da Requerente com decisões anteriores da CVM, que em alguns casos alcança até questões já discutidas em outros processos.
4. Isto, por si só, talvez já impedisse a análise da maioria das alegações da Requerente, mas não me furtarei a analisá-las, mesmo porque considero oportuno fazer algumas considerações sobre alguns aspectos do caso que se apresenta.
5. A primeira destas considerações diz respeito aos limites do procedimento de interrupção de prazo de convocação de assembleia, previsto no art. 124, § 5º, II da Lei 6.404/76. Como a CVM tem repetidamente destacado, esta via procedimental comporta apenas a análise de ilegalidades passíveis de serem verificadas de plano. Não necessariamente formalidades, como sugere a Requerente, mas que independam de dilação probatória.
6. Outro limite importante deste artigo é que as ilegalidades devem se referir direta e exclusivamente a propostas de assembleias gerais. Faço esta observação porque em alguns casos – neste, por exemplo – os participantes têm utilizado o procedimento de interrupção de prazo de assembleia para instar a CVM a se manifestar sobre pretensas irregularidades ocorridas ao longo de todo um histórico de disputas entre acionistas, do qual a assembleia é apenas uma pequena parte, e às vezes a parte menos relevante.
7. Isto não quer dizer, evidentemente, que a CVM deixará de examinar estas potenciais irregularidades. Mas estas questões devem ser examinadas com grande cuidado, permitindo-se um maior detalhamento dos fatos e a ampla defesa das partes eventualmente sob suspeição. Todo este processo não pode ser levado a cabo no bojo de uma análise de pedido de interrupção de prazo de assembleia.
8. Por esse motivo, recomendaria à SEP (e a rigor isto nem seria necessário, porque a SEP já se propôs a fazê-lo por iniciativa própria) que aprofundasse, em processo apropriado, a apuração sobre os ilícitos apontados pela Requerente, principalmente o abuso de poder de controle, tendo em vista os indícios – que realmente existem – de que a Incorporação objetivou diluir a participação dos acionistas minoritários.
9. Parece necessário investigar, em especial, a consistência do argumento de que a estrutura de capital da MG Poliéster não comportaria o investimento necessário para a constituição da MG Polímeros, o que teoricamente contradiz a subseqüente decisão de levar a efeito a incorporação de ações da MG Polímeros pela MG Poliéster.
10. Penso inclusive – e neste único ponto discordo da SEP – que a análise destas questões poderá adentrar a verificação das premissas utilizadas na avaliação das companhias, caso se entenda necessário. Só o que impede a apreciação das premissas neste momento são os já mencionados limites impostos pelo art. 124, § 5º, II, da Lei 6.404/76, e não uma pretensa falta de competência da CVM, como a SEP parece sugerir.
11. Não se pretende com isso dizer que a CVM deve substituir-se ao avaliador. Mas é responsabilidade do órgão regulador atentar à razoabilidade e à imparcialidade dos laudos, detectando eventuais erros técnicos e possíveis ilegalidades mais sofisticadas, como a utilização de pressupostos sistematicamente voltados a justificar um resultado preestabelecido. Afinal, como se sabe, estes laudos baseiam-se em um grande número de premissas, cuja fixação envolve alguma dose de subjetividade, de modo que é possível camuflar uma avaliação tendenciosa optando-se por

premissas que, isoladamente consideradas, estão no limite extremo da legalidade, mas ainda dentro dela.

12. O crescente número operações societárias baseadas nestes laudos de avaliação, notadamente as incorporações, obrigará a CVM reforçar a supervisão exercida sobre tais laudos e as instituições responsáveis por sua elaboração, a exemplo do que já ocorre nos laudos utilizados para registro de ofertas públicas de aquisição de ações. Nessas situações, também se deverá prestar especial atenção às responsabilidades dos administradores e dos acionistas controladores que apreciaram, encaminharam e aprovaram peças que se mostraram comprometidas.
13. **Sobre as Supostas Ilegalidades da Assembléia.** Restringindo a análise apenas aos pontos relacionados à Assembléia, que, como visto, seriam os únicos capazes de determinar a interrupção de prazo pretendida, minha conclusão é que a Incorporação observou todo o regramento previsto na Lei 6.404/76, em especial nos seus art. 252 e 264.
14. A principal ilegalidade suscitada pela Requerente foi o uso injustificado (e tecnicamente equivocado) do critério do valor econômico para fixação da relação de troca das ações da MG Poliéster e MG Polímeros.
15. O argumento parece voltar-se, em um primeiro momento, contra a própria adoção do critério, desconsiderando que esta metodologia é aceita na avaliação de companhias tanto por disposição legal como por seus fundamentos teóricos. Tratando-se de um método legítimo, cabe à administração da Companhia optar pela sua utilização. Note-se que a Requerente não indicou quais outros métodos seriam preferíveis a este e por que razão.
16. Em um segundo momento, o argumento parece atacar tão-somente os valores que foram alcançados pelo uso deste método. Neste caso, porém, o laudo de avaliação justifica, a meu sentir de modo suficiente, os valores atingidos, ao menos, repise-se, diante da análise menos detida que este procedimento permite.
17. Muito embora o laudo tenha sofrido questionamentos técnicos da Requerente, tais questionamentos receberam respostas robustas do ponto de vista teórico, ainda que, como ponderado pela SEP, fosse recomendável que a administração da Companhia apresentasse comentários adicionais sobre possíveis dúvidas remanescentes dos acionistas.
18. Também considero legítima a utilização do valor do patrimônio líquido contábil da MG Polímeros para fixação do aumento de capital da MG Poliéster, a despeito de a relação de troca das ações destas sociedades ter sido determinada pelo valor econômico, segundo método do fluxo de caixa descontado. Como apontado pela SEP, não há vedação a esta conduta, que inclusive está alinhada com normas internacionais, além de tampouco haver conseqüências prejudiciais à sociedade, aos acionistas e aos credores da companhia.
19. **Sobre o Pedido de Reconhecimento de Impedimento de Voto.** O único item que a rigor permite o acolhimento do presente pedido de reconsideração é a dúvida que a CVM teria ensejado ao misturar a análise do benefício particular com a análise de ilegalidades na proposta da Assembléia e de outras condutas potencialmente abusivas praticadas pelo acionista controlador.
20. De fato, trata-se de conceitos diferentes. O benefício particular, previsto no art. 115 da Lei das S.A., ao contrário dos demais, não pressupõe a existência de qualquer ilegalidade, tanto assim que a lei não impede que se tome uma deliberação que acarrete benefício particular a um acionista. O que a lei impede é que este acionista favorecido vote acerca desta deliberação.
21. A propósito, relembre-se que, conforme entendimento que vem se consolidando na CVM, o benefício particular recebe o mesmo tratamento das duas hipóteses que lhe precedem no § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76 (aprovação do laudo de avaliação de bens utilizados para formação do capital social e aprovação de suas próprias contas como administrador). Em todos estes casos, o acionista fica impedido de votar, ainda que pretenda fazê-lo de modo a privilegiar o interesse social sobre o seu próprio interesse.
22. Deste modo, a Requerente tem razão ao alegar que o pedido de reconhecimento de impedimento de voto do acionista controlador por benefício particular não se confunde com o pedido de interrupção do prazo de antecedência de convocação da Assembléia, em decorrência das irregularidades nas propostas da ordem do dia.
23. A SEP reconheceu esta diferença e por isso processou o pedido relativo ao benefício particular em autos apartados, coerentemente deixando de se manifestar sobre o tema no bojo do presente processo. O Colegiado, por outro lado, embora tampouco tenha pretendido se manifestar sobre a existência de benefício particular, pode ter dado margem à interpretação de que já se teria concluído pela impossibilidade desta análise antes da realização da Assembléia.
24. Tendo em vista que este processo versa sobre pedido de interrupção de assembléia, e levando em conta ainda que a SEP tem sob análise um processo específico sobre a existência de impedimento de voto do Grupo Mossi & Ghisolfi na Assembléia, considero que deva ser retificada a parte da decisão do Colegiado que fez referência ao benefício particular do acionista controlador.
25. Entendo que o Colegiado deve se abster de apreciar a matéria neste momento para não se sobrepor à análise da SEP. Uma eventual manifestação do Colegiado sobre este tema poderá ocorrer posteriormente, se for o caso.
26. **Conclusão.** Diante do exposto, voto pela manutenção da decisão do Colegiado proferida em 23.07.07, esclarecendo, contudo, que o Colegiado ainda não se pronunciou sobre a existência de benefício particular e conseqüente impedimento de voto relativa ao acionista controlador, Mossi & Ghisolfi International SpA.

É como voto.

Rio de Janeiro, 9 de outubro de 2007.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

[\(1\)](#) A propósito, a Requerente alega que levou tal solicitação à Companhia durante a Assembléia e os esclarecimentos não foram prestados, o que ensejou a apresentação de nova representação junto à CVM (fls. 494/504)

[\(2\)](#) Processo 2007-9132, atualmente em análise na GEA-4.