PARA: SGE MEMO/SEP/GEA-4/N.º 042/07

DE: SEP/GEA-4 DATA: 16.04.07

ASSUNTO: Adiamento/Interrupção de AGE

Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfertil

Processo CVM nº RJ/2007/3453

Senhor Superintendente Geral,

O presente processo originou-se de requerimento protocolado, em 10.04.07, pela Mosaic Fertilizantes do Brasil S.A. e Mosaic Fertilizantes Ltda. (Requerentes), detentoras de 100 ações ordinárias e 1.388.605 ações preferenciais de emissão da Fertilizantes Fosfatados S.A. - Fosfertil (Companhia), contendo solicitação de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de assembléia geral extraordinária e especial de Preferencialistas da Fosfertil, marcadas para 19.04.07.

2. A Fosfertil é uma sociedade anônima de capital aberto com dispersão acionária de 22,01% e controlada pela Fertifos Administração e Participação S.A. (Fertifos), companhia de capital fechado. A Bunge Fertilizantes S.A. (BFE) é uma sociedade anônima de capital fechado, controlada pela Bunge Brasil Holdings B.V.

***2 – DA OPERAÇÃO***

3. A operação de reorganização societária (Operação), divulgada pela Fosfertil mediante o Fato Relevante de 15.12.06, será submetida à Assembléia Geral Extraordinária e à Assembléia Geral Especial, marcadas para o dia 19.04.07, e contemplará:

    a. a incorporação das ações da BFE pela Fosfertil, com a conseqüente transformação da BFE em subsidiária integral da Fosfertil, conforme o Art. 252 da Lei das S.A.;

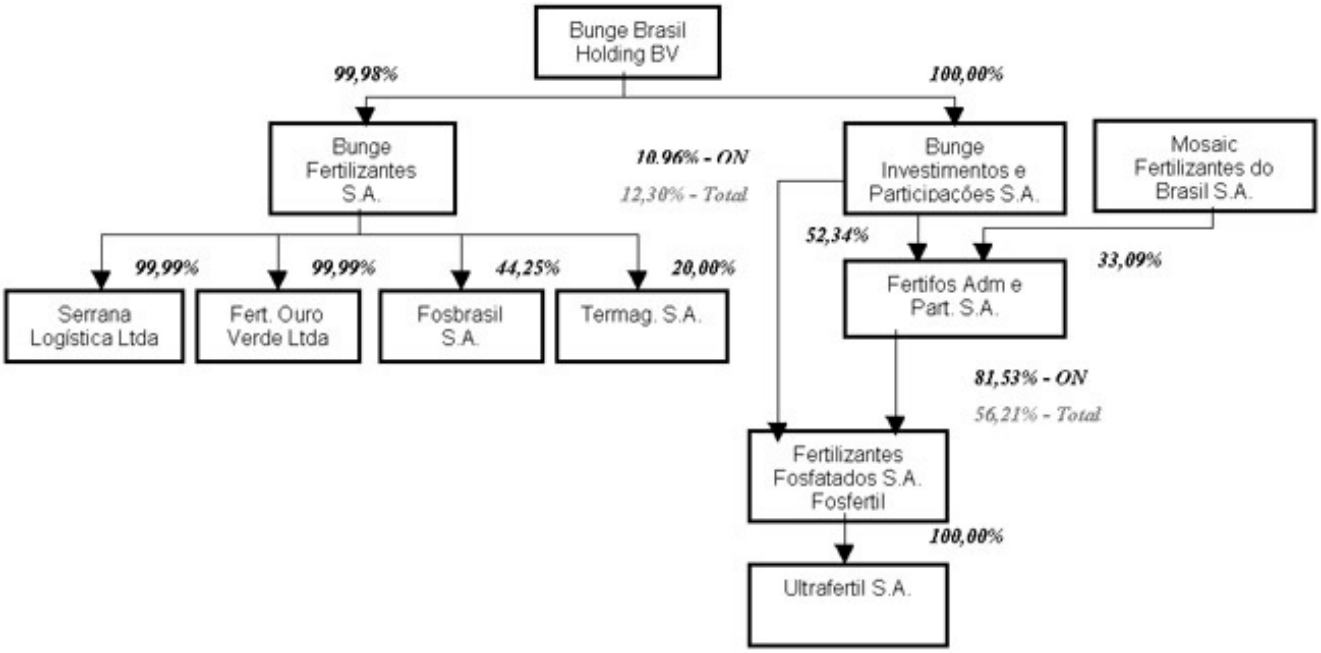
    b. a conversão da totalidade das ações preferenciais de emissão da Fosfertil em ações ordinárias, com as mesmas características e vantagens das ações existentes, inclusive o direito de voto, à razão de 1 ação preferencial para 1 ação ordinária;

    c. a atribuição à totalidade das ações ordinárias de emissão da Fosfertil do direito de serem incluídas em eventual oferta pública de alienação de controle da Fosfertil, por valor correspondente a 100% do preço das ações integrantes do controle, observadas as demais condições previstas no Art. 254-A da Lei das S.A.; e

    d. o aumento do dividendo mínimo obrigatório, apurado na forma do Art. 202 da Lei das S.A. e previsto no Art. 29 do Estatuto Social da Fosfertil, de 25% para 27,5% do lucro líquido.

4. A estrutura societária das Companhias segue abaixo:

***Estrutura Societária antes da operação***




5. A Companhia informou, ainda, que após a realização da reorganização, as administrações das partes adotarão as medidas necessárias com vistas à integração das operações da Fosfertil, da sua controlada Ultrafertil S.A. e da BFE, e conseqüentemente aproveitamento integral das sinergias, remanescendo a Fosfertil como companhia aberta, titular direta ou indireta das citadas operações.

***3 – DO HISTÓRICO***

6. Em 15.12.06, a Companhia divulgou Fato Relevante (1º), anunciando a operação de reorganização societária, pela qual a BFE será transformada em subsidiária integral da Fosfertil, mediante a incorporação, pela Fosfertil, das ações de emissão da BFE.

7. Em 21.12.06, a Companhia divulgou os Editais de Convocação de Assembléia Geral Extraordinária e de Assembléia Geral Especial de Preferencialistas que seriam realizadas em 23.01.06, a fim de deliberar, dentre outros assuntos, sobre a incorporação pela Companhia das ações do capital da BFE e a ratificação da conversão da totalidade das ações preferenciais da Companhia em ações ordinárias.

8. Ainda em 21.12.06, a Companhia divulgou (i) Fato Relevante (2º), contendo informações adicionais acerca da Operação (ii) Instrumento de Justificação e Protocolo de Incorporação de Ações; (iii) Relatório de Avaliação das Sinergias Operacionais e Econômicas da Incorporação de Ações; (iv) Demonstrações Financeiras Auditadas da Incorporada, levantadas em 30.09.06; (v) Laudos de Avaliação do PL a Preços de Mercado; (vi) Laudos de Avaliação Econômica; (vii) Laudos de Avaliação do Patrimônio Líquido Contábil; (viii) Laudo de Avaliação do Patrimônio Líquido Contábil "pro forma" da BFE, em 30.09.06; e (ix) Proposta de Estatuto Social da Incorporada.

9. Em 27.12.06, a Companhia divulgou outro Fato Relevante (3º), por meio do qual comunicou a decisão do Tribunal de Justiça de São Paulo, concedendo parcialmente tutela solicitada por Mosaic Fertilizantes, no sentido de **suspender, até o julgamento do mérito** sucursal, deliberação referente à proposta de reorganização e incorporação da Bunge Fertilizantes pela Fosfertil.

10. Em 08.01.07, a Companhia divulgou Fato Relevante (4º), informando o recebimento de manifestações escritas favoráveis à implementação da operação, da Hedging Griffo Corretora de Valores S.A. e Skopos Administradores de Recursos Ltda, na qualidade de administradores de diversos Fundos acionistas da Companhia, detentores em conjunto de aproximadamente 8.000.000 de ações preferenciais, equivalentes a 33,5% das ações preferenciais em circulação da Companhia. Receberam, ainda, das acionistas Bunge Brasil Holdings B.V. e BPI, compromisso de voto no sentido de que, uma vez implantada a Reorganização, será promovida, pela Companhia, a adesão ao segmento especial de listagem da BOVESPA, denominado Novo Mercado.

11. Ainda, em 08.01.07, a Companhia informou, mediante Comunicado ao Mercado, que, em decorrência do **indeferimento do pedido de reconsideração da decisão de suspensão** de deliberação referente à Operação, proferida pelo Tribunal de Justiça de São Paulo, a Assembléia que havia sido convocada para o dia 23.01.07, **não** seria realizada.

12. Em 30.01.07, a Companhia enviou, via Sistema IPE, Comunicado ao Mercado, informando que, naquela data, havia recebido correspondência do Credit Suisse ("Avaliador"), contratado para a realização das avaliações econômicas da Companhia e da Bunge Fertilizantes S.A. ("BFE"), "informando a Companhia a respeito de um ajuste em seu Relatório de Avaliação, emitido em 15.12.06, para refletir corretamente o Custo Médio Ponderado de Capital, e os dados a ele relativos, utilizados nas avaliações das companhias envolvidas, bem como da inclusão de declarações adicionais, prestadas nos termos da regulamentação aplicável".

13. Em 05.02.07, a Mosaic Fertilizantes do Brasil S.A. e Mosaic Fertilizantes Ltda., protocolaram reclamação a respeito a Proposta de Incorporação de Ações da Bunge Fertilizantes S.A. pela Fosfertil – Fertilizantes Fosfatados S.A..

14. Em 12.02.07, a Fosfertil e a Bunge Fertilizantes S.A. encaminharam correspondência à CVM, em resposta à reclamação formulada pelas requerentes, mencionada no parágrafo anterior.

15. Em 02.04.07, a Fosfertil divulgou Fato Relevante (5º), comunicando ao mercado que "nos autos do processo movido pela Mosaic em face da Bunge e Fertifos perante a 33ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo, foi proferida nesta data, **sentença de mérito favorável à Bunge, julgando integralmente improcedente a pretensão da Mosaic**, razão pela qual deixa de produzir efeitos a decisão do Tribunal de Justiça de São Paulo que havia antecipado parcialmente a tutela solicitada por Mosaic. Dessa forma, **não há óbices judiciais ao prosseguimento da reorganização societária** e operacional envolvendo a Companhia e a Bunge Fertilizantes S.A.".

16. Em 03.04.07, a Fosfertil divulgou novo Edital de Convocação de AGE e AGESP, marcadas para 19.04.07, tendo por objeto, deliberar sobre a Operação.

17. Em 04.04.07, as Requerentes protocolizaram nova correspondência, em atenção à manifestação da Fosfertil e Bunge Fertilizantes, mencionada no parágrafo 13, retro.

18. Em 09.04.07, a Fosfertil divulgou Ata de RCA realizada nesta data, comunicando a aprovação do Relatório de Avaliação elaborado pelo Credit Suisse.

19. Em 10.04.07, as Requerentes protocolizaram correspondência, por meio da qual foi solicitada a interrupção do curso do prazo de convocação da AGE e AGESP da Fosfertil.

20. Em 12.04.07, a Fosfertil encaminhou à CVM, cópia de resposta às notificações enviadas aos membros do Conselho de Administração da Fosfertil pela Mosaic e Fertibras.

21. Em 13.04.07, a Fosfertil apresentou, em resposta ao pedido de interrupção de AGE e AGESP da Fosfertil, sua manifestação.

***4 - DO PEDIDO DE INTERRUPÇÃO***

22. Em sua solicitação, as Requerentes reiteraram os pedidos formulados em sua Representação, apresentada em 05.02.07, bem como solicitaram: (i) **a interrupção do curso do prazo de convocação da AGE e AGESP, pelo prazo de 15 dias** , para que a CVM possa ter tempo hábil de se manifestar sobre os termos da Proposta de Reorganização; (ii) a **notificação as Companhias da interrupção acima** ; e (iii) conhecer e analisar os argumentos apresentados por MOSAIC com relação à Proposta de Reorganização e, por fim, **reconhecer a irregularidade e ilegalidade da Proposta**, pelos vícios apontados nas petições anteriormente formuladas, bem como pela **necessidade de serem apresentadas avaliações atualizadas das Companhias**.

23. Em resumo, as requerentes apresentaram em seu pedido, além dos itens que remetem ao requerimento formulado em 05.02.07, que será objeto de análise no presente Relatório, questionamentos acerca da ratificação da avaliação apresentada pelo Credit Suisse com data base de 30.09.06, bem como dos documentos que fundamentam a proposta, tendo em vista a convocação de AGE e AGESP, a serem realizadas em 19.04.07, que irão deliberar sobre a Operação.

24. O referido pedido de interrupção foi protocolizado fora do prazo previsto no parágrafo 2º do artigo 2º da Instrução CVM nº 372/02. Não obstante, considerando que o pedido foi apresentado com 7 (sete) dias úteis de antecedência, segue análise das questões apresentadas.

**4.1 Da necessidade de serem apresentadas avaliações atualizadas das Companhias**

**Dos argumentos das requerentes**

25. Em relação à necessidade de serem apresentadas avaliações atualizadas das Companhias, os requerentes argumentam principalmente que:

    a. "a ratificação da Avaliação apresentada pelo Credit Suisse com data-base de 30.09.06, acaba por gerar mais uma grave distorção que prejudicará, e muito, os acionistas da Fosfertil não vinculados ao Grupo Bunge";

b. "a Proposta de Reorganização a ser apreciada nas Assembléias de 19.04, **em razão do decurso de quase 7 meses e da relevante modificação do cenário econômico** em que as Companhias estão inseridas, distancia-se mais ainda do atual – e real – valor destas"; e

c. "Com vistas a demonstrar a necessidade de atualização do Relatório de Avaliação, as Requerentes solicitaram ao Banco JPMorgan uma análise crítica da necessidade de atualização de tais premissas *vis* a *vis* o cenário econômico do setor no período compreendido entre [...] 15.12.06 e a presente data, o qual teceu o seguinte comentário: 'Dado o significativo aumento nos preços de matéria-prima/fertilizantes recentemente e a conseqüente alteração das expectativas para o setor, consideramos importante a atualização da avaliação da Fosfertil para refletir esse novo cenário'".

**Da manifestação da Companhia**

26. Consta, em documento cujo signatário é o Credit Suisse, anexo à manifestação apresentada pela Fosfertil de 13.04.07 (§21 retro), as seguintes considerações:

a. "efetuamos análise para verificar se as recentes variações no cenário macro-econômico e do mercado e fertilizantes alterariam a relação de troca estabelecida no Relatório";

b. "tanto as projeções de preços de fertilizantes como as premissas macro-econômicas foram elaboradas por entidades externas que estimam variações anuais de acordo com um período de longo prazo que elimina distorções pontuais na curva de projeção. A observância de pontos altos e baixos nas condições e cenários de mercado não representa qualquer disfunção das premissas adotadas, mas faz parte de um ciclo maior que foi projetado ao longo do tempo";

c. "variações pontuais no mercado de fertilizantes e cenário macro-econômico não podem invalidar qualquer premissa de longo-prazo adotada, visto ser notório que tais variações são perfeitamente comuns nesse setor, e, conseqüentemente, já haviam sido levadas em consideração nas projeções adotadas por agentes especializados utilizadas no Relatório"; e

d. "concluímos que as variações de curto prazo no cenário macro-econômico e do mercado de fertilizantes verificadas em janeiro e fevereiro de 2007 não ocasionam qualquer alteração no resultado da relação de troca estabelecida no Relatório, não havendo, portanto, necessidade de ajuste ou atualização do mesmo".

**Do nosso entendimento**

27. Embora o relatório de avaliação tenha sido elaborado em 15.12.06, utilizando informações da Companhia na data base de 30.09.06, o avaliador, em 11.04.07, tendo em vista as mudanças ocorridas até a presente data e após tomar conhecimento de análise realizada pelo JPMorgan, efetuou análise e ratificou as projeções e premissas que suportaram o laudo, bem como afirmou que 'as variações de curto prazo no cenário macro-econômico e do mercado de fertilizantes verificadas em janeiro e fevereiro de 2007 **não ocasionam qualquer alteração no resultado da relação de troca estabelecida no Relatório**, não havendo, portanto, necessidade de ajuste ou atualização do mesmo'".

28. Diante disso, em que pesem as conclusões do JP Morgan no sentido de que seria "importante a atualização da avaliação da Fosfertil para refletir esse novo cenário", entendemos não ser possível afirmar ser necessária a elaboração de novo laudo de avaliação baseado em premissas diversas daquelas utilizadas no relatório de 15.12.07.

**4.2 – Das Considerações Apresentadas pelas Requerentes e pela Companhia**

29. As considerações apresentadas, no âmbito do Processo CVM nº RJ/2007/1061, pelas requerentes, em suas correspondências de 05.02.07 e 04.04.07, e pela Companhia, em suas manifestações de 12.02.07 e 13.04.07, se deram da seguinte forma:

**4.2.1 - Demonstrações Financeiras**

**Dos argumentos das requerentes**

30. Quanto aos questionamentos relativos às demonstrações financeiras das Companhias, os requerentes argumentam principalmente que:

a. "O documento apresentado pelas administrações das Companhias como sendo Laudo das Demonstrações Financeiras, em verdade, não reflete o resultado da auditoria pela PriceWaterhouseCoppers - Auditores Independentes (PWC) das demonstrações financeiras da Bunge, mas apenas, como mencionado no aludido documento, o 'exame de auditoria de balanço patrimonial em 30.09.06, elaborado sob a responsabilidade da administração da Companhia'";

b. "não foram disponibilizadas – e muito menos auditadas – as demonstrações financeiras das Companhias (apenas o Balanço Patrimonial), restando inequivocamente descumpridas as regras dispostas nos artigos 3º e 12 da Instrução CVM 319"; e

c. "As demonstrações contábeis, tidas como completas, segundo a opinião da BUNGE, não atendem aos dispositivos legais (art. 12 e 13 da Instrução CVM nº319/99) [...], em primeiro lugar porque as demonstrações financeiras não são comparativas, [...] e deveriam ter sido apresentadas as demonstrações financeiras consolidadas entre a Bunge e suas controladas".

**Da manifestação da Companhia**

31. Em sua resposta, a Companhia alegou, em resumo, o que se segue:

a. "ao contrário do alegado na representação, as Demonstrações Financeiras completas das Companhias, auditadas, que serviram de base para a proposta de reorganização societária, e não apenas os Balanços Patrimoniais, estão de posse da administração das Companhias e permanecem à disposição dos acionistas da Fosfertil na sede da Companhia".

b. "para efeitos da incorporação de ações, a função essencial das Demonstrações Financeiras das Companhias era indicar o valor de PL contábil da BFE, visto que, conforme mencionado no Instrumento de Justificação e Protocolo de Incorporação de Ações, tal valor serviu de parâmetro para a determinação do montante do aumento de capital da Fosfertil".

c. "como o valor de PL contábil é indicado pelo Balanço Patrimonial, apenas este constou como anexo ao Protocolo e, conseqüentemente, foi encaminhado para a CVM e BOVESPA, por meio do sistema IPE, em atendimento às disposições da Instrução CVM nº 319/99".

d. "isto não significa, no entanto, conforme acima referido, que as demais peças integrantes das Demonstrações Financeiras das Companhias não tenham sido elaboradas, auditadas e colocadas à disposição dos acionistas"; e

e. "de qualquer forma, para comprovar a transparência da presente operação e a inexistência de qualquer omissão de informações, as

Companhias estão encaminhando, pelo Sistema IPE, as Demonstrações Financeiras completas da BFE e da Fosfertil".

**Do nosso entendimento**

32. Os artigos 12 e 13 da Instrução CVM nº 319/99 determinam que as demonstrações financeiras que servirem de base para operações de incorporação deverão ser elaboradas de acordo com as disposições da legislação societária e normas da CVM e observarão, ainda, os critérios contábeis idênticos aos adotados pela companhia aberta [...].

33. No caso concreto, foram elaboradas demonstrações financeiras das duas companhias. Essas demonstrações foram auditadas por auditores independentes registrados na CVM. Esses auditores emitiram pareceres sem ressalva, onde consta expressamente que "as demonstrações financeiras apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da Bunge Fertilizantes, [...] de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil". Tais demonstrações incluem evidentemente o valor do investimento da BFE em suas controladas.

34. O artigo 249 da Lei nº 6.404/76 determina que "a companhia **aberta** que tiver mais de trinta por cento do valor do seu patrimônio líquido representado por investimentos em sociedades controladas deverá elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas".

35. Entendemos, no entanto, em que pesem os argumentos do requerente, que a aplicação dos artigos 12 e 13 da Instrução CVM nº 319/99 não implica na obrigatoriedade de elaboração e divulgação de demonstrações contábeis consolidadas, nesse caso, tratando-se a BFE de companhia fechada.

36. Essa regra para a elaboração de demonstrações financeiras das Companhias, em nossa opinião, teria o objetivo de que fossem utilizados, na avaliação de seus patrimônios, os mesmos critérios de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. O fato de não consolidar suas demonstrações não afetará a avaliação do patrimônio da companhia.

37. Além disso, não caberia, em nosso entendimento, exigir que uma companhia fechada elaborasse DF de exercicios anteriores de acordo com as normas de aberta, para fins de comparabilidade, uma vez que os artigos 12 e 13 da Instrução CVM nº 319/99 se referem às demonstrações financeiras **que servirem de base** para operações de incorporação.

38. Ainda que se entendesse tratar de uma questão informacional, em nossa opinião, a eventual falha não justificaria a determinação de interrupção do curso do prazo de realização da assembléia.

**4.2.2 - Omissão de informações**

**Dos argumentos das requerentes**

39. Em relação à omissão de informações, os requerentes argumentam principalmente que:

    a. "[...], verifica-se que a divulgação dos benefícios esperados através da apresentação do Relatório de Sinergias não se presta para tanto, devendo as administrações das Companhias, em atenção à legislação pertinente e em respeito aos demais acionistas da Fosfertil, apresentar justificativas condizentes com os princípios de governança corporativa hasteados como suposto norte da Reorganização proposta";

    b. "Analisando todos os documentos apresentados no contexto da Proposta de Incorporação, deparamo-nos com a evidente falta de alerta aos acionistas dos fatores de riscos que estão presentes na reorganização, os quais, como bem se sabe, são muitos";

    c. "contingências não provisionadas de natureza ambiental, trabalhista, tributárias, entre outras, capazes de imprimir elevado peso na composição do passivo de qualquer companhia quando materializadas, não foram em documento algum (relativo à Proposta de Incorporação). Tampouco as provisões, consideradas no Relatório de Avaliação, foram objeto de qualquer explicação por parte do Avaliador e/ou das Companhias";

    d. "a não divulgação de informações sobre fatores de risco capazes de comprometer o patrimônio e até mesmo a saúde financeira da Bunge prejudicam sensivelmente o exame das vantagens da Proposta de Incorporação para a Fosfertil, especialmente quando há indícios, e o *Form 10-K* é um relevante indício, de que a incorporação da Bunge pela Fosfertil poderá gerar uma substancial perda de ativos e uma indesejada assunção de passivos";

    e. "uma provisão para perdas no 'contas a receber' de clientes, equivalente a 20% não pode ser encarada simplesmente como um risco inerente ao negócio [...] o mínimo que as Companhias poderiam ter feito para amenizar a gravidade de tal risco seria apresentar uma estimativa de recuperação desses valores"; e

    f. "também não deixa de ser um risco relevante o fato de a Bunge ofertar garantias aos seus clientes, ainda que efetivamente exija contra-garantias dos mesmos. [...] O mínimo que as Companhias poderiam ter feito para amenizar a gravidade de tal risco seria divulgar uma estimativa do potencial de perda".

**Da manifestação da Companhia**

40. Em sua resposta, a Companhia alegou, em resumo, o que se segue:

    a. "os 'benefícios esperados' em decorrência da operação em tela estão claramente indicados no item V do Fato Relevante de 21.12.06, consistindo, basicamente, no aproveitamento de 'sinergias resultantes da redução de custos administrativos, operacionais, financeiros e tributários', na transformação da Fosfertil em 'uma empresa integrada de fertilizantes [...] com porte para competir com seus concorrentes, especialmente os internacionais' e na 'unificação de todas as ações de emissão da Fosfertil [...] com o aprimoramento dos padrões de governança corporativa e aumento do potencial de liquidez das ações do capital da Fosfertil";

    b. "a Instrução CVM nº 319/99 exige apenas que sejam informados, por meio do fato relevante de que trata seu artigo 2º, os benefícios 'esperados' pela administração das companhias, o que foi, inequivocamente, atendido no Fato Relevante de 21.12.06";

    c. "A elaboração de estudo independente visando a quantificar as sinergias que podem ser obtidas em decorrências de determinada operação de reorganização societária não constitui exigência da Lei nº6.404/76 ou da Instrução CVM nº 319/99";

    d. "As ressalvas e limitações de responsabilidade existentes no Relatório da McKinsey, que são objeto de questionamento na Representação, constituem procedimento absolutamente usual em qualquer avaliação, conforme atesta o documento elaborado pelo Credit Suisse, e, portanto, não desqualificam o trabalho desenvolvido pela McKinsey".

e. "Em relação aos 'fatores de risco' envolvidos na operação, alega a Mosaic que não teriam sido divulgadas informações que constariam do *Form 10-K* apresentado pela Bunge Limited à *SEC*, referentes a riscos relacionados às contas a receber da BFE no valor de US$ 142 milhões e às garantias concedidas em financiamentos a seus clientes no valor de US$ 57 milhões";

f. "os elementos mencionados pela Mosaic consubstanciam riscos normais dos negócios da BFE, semelhantes aos que seriam apresentados por qualquer outra empresa, e não riscos específicos da operação de Reorganização Societária";

g. "nunca se exigiu que o Fato Relevante a que se refere ao artigo 2º da Instrução CVM nº319/99 contenha informações detalhadas sobre todos os riscos a que estão, inevitavelmente, sujeitos os negócios das Companhias envolvidas em operações de reorganização societária"; e

h. "também é absolutamente despropositada a alegação de suposta ausência de informações sobre 'passivos e contingências passivas não contabilizadas', visto que o item X do Fato Relevante de 21.12.06, em cumprimento ao art.2º, §1º, inciso XIII da Instrução CVM nº319/99, expressamente menciona que: 'que seja do conhecimento das Partes, inexistem contingências passivas não contabilizadas, a serem assumidas pela companhia resultante da integração operacional acima referida'".

41. O avaliador PriceWaterhouseCoopers, em documento anexo à manifestação da Fosfertil de 12.02.07, encaminhou resposta àqueles questionamentos realizados pela Mosaic, relacionados às premissas utilizadas no Relatório de Avaliação do PL contábil, mencionados no parágrafo 36, retro, informando que:

a. "À luz na norma supracitada (Deliberação CVM 489/05), as obrigações e contingências de provável realização foram registradas pela Companhia e estão adequadamente refletidas nas demonstrações financeiras da Bunge Fertilizantes"; e

b. "Os montantes citados no Ofício da CVM ... fazem referência a relatórios apresentados pela Bunge Fertilizantes S.A. no âmbito da *SEC* de 31.12.05 e 30.09.06. Nesse aspecto é importante considerar que: (i) parágrafo 24.2 faz referência a provisões de perdas de recebíveis no montante de USD 142 milhões, os quais estão adequadamente registrados em conta redutora do contas a receber de curto e longo prazo das demonstrações financeiras da Bunge Fertilizantes S.A., e (ii) parágrafo 24.3 faz referência a garantias concedidas em financiamentos a clientes no montante de US$ 57 milhões. No formulário '*Form 10-K*' foi divulgado que existem contra-garantias correspondentes às propriedades desses mesmos clientes, que resultam em um risco líquido imaterial para a empresa nessas operações".

**Do nosso entendimento**

42. O §1º do artigo 2º, da Instrução CVM nº 319/99 dispõe que:

*"§1º A comunicação e a divulgação a que se refere o caput deste artigo deverão conter, no mínimo, as seguintes informações:*

*I - os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização, destacando-se, notadamente:*

*a)* ***os benefícios esperados, de natureza empresarial, patrimonial, legal, financeira e quaisquer outros efeitos positivos,*** *bem como* ***os eventuais fatores de risco envolvidos****;*

[...]

*XIII -* ***o detalhamento da composição dos passivos e das contingências passivas não contabilizadas*** *a serem assumidas pela companhia resultante da operação, na qualidade de sucessora legal (grifo nosso)"*

43. A Companhia informa, no Fato Relevante de 21.12.06, que contém os termos e condições da operação, o que se segue:

a. "a Reorganização trará consideráveis benefícios as sociedades envolvidas [...] mediante o aproveitamento de sinergias resultantes da redução de custos administrativos, operacionais, financeiros e tributários. Conforme **estudos conduzidos por empresa especializada** independente, estima-se que a Reorganização [...] **permitirá à Fosfertil capturar sinergias no valor de R$ 97 a 130 milhões por ano** ";

b. "Com a Reorganização, a Fosfertil se torna **uma empresa integrada de fertilizantes**, através da unificação das operações da Fosfertil, de sua controlada Ultrafertil e da Bunge Fertilizantes, **com porte adequado para competir com seus concorrentes, especialmente os internacionais**";

c. "A Reorganização estabelece a unificação de todas as ações de emissão da Fosfertil, que passam a ser da espécie ordinária, com iguais direitos, incluindo **o direito a *Tag Along***, além da **majoração do dividendo mínimo obrigatório**, com o aprimoramento dos padrões de governanca corporativa e **aumento do potencial de liquidez das ações** do capital da Fosfertil"; e

d. "Que seja do conhecimento das Partes, **inexistem contingências passivas não contabilizadas** a serem assumidas pela companhia resultante da integração operacional acima referida, na qualidade de sucessora legal".

44. Considerando as informacões divulgadas pela Companhia no Fato Relevante de 21.12.06, mencionadas no paragrafo anterior, bem como as informacões divulgadas pelo avaliador PriceWaterHouseCoopers, mencionadas no paragrafo 38, retro, especialmente, que (i) as obrigacões e contingências de provável realização foram registradas pela Companhia e estão adequadamente refletidas nas demonstrações financeiras da Bunge Fertilizantes, (ii) as provisões e perdas de recebíveis no montante de USD 142 milhões estão adequadamente registradas em conta redutora do contas a receber de curto e longo prazo das demonstrações financeiras da Bunge Fertilizantes, e (iii) a existência de contra-garantias, divulgadas no *Form 10-K*, correspondentes às propriedades dos clientes que receberam financiamentos no montante de USD 57 milhões, resultam em um risco líquido imaterial para a Companhia; entendemos não ter restado configurado, a princípio, descumprimento a Instrução CVM nº319, no que se refere aos questionamentos levantados pelas Requerentes.

**4.2.3 - Incertezas do ajuste "pro forma" para Avaliação do PL a Preços de Mercado da Bunge**

**Dos argumentos das requerentes**

45. Em relação à avaliação do PL contábil da Bunge, os requerentes argumentam principalmente que:

a. "Dos acréscimos realizadas pela PWC, mediante ajuste " *pro forma*" do patrimônio líquido contábil da Bunge, "apenas são certificados os valores decorrentes da mais-valia dos estoques e do imposto de renda diferido, remanescendo algumas inconsistências e omissões com relação aos demais valores a serem acrescidos";

b. "A conclusão que se extrai do exame dos valores acrescidos ao patrimônio líquido contábil da Bunge é de que a omissão de informações e, no caso, da Avaliação do Patrimônio Líquido Contábil, a inadequação das avaliações, tornam incertos os valores patrimoniais contábeis apresentados";

c. "ainda que os laudos considerados pela PriceWaterhouseCoopers estivessem de acordo com as normas da ABNT, os dispositivos da legislação societária vigente e os normativos da CVM contemplam laudos de avaliação com maior rigor técnico em relação aos que estão sendo apresentados"; e

d. "Na 'essência', a crítica formulada pela Mosaic não remete à qualidade do laudo ou habilidade do avaliador, mas sim ao tipo de laudo que a Bunge solicitou ao avaliador externo preparar".

**Da manifestação da Companhia**

46. Em sua resposta, a Companhia alegou, em resumo, o que se segue:

a. "A Mosaic critica apenas o fato de a PWC não ter assumido responsabilidade pelos valores atribuídos aos referidos ativos, pois estes foram apurados em laudos de avaliação emitidos pelos peritos independentes Amaral D´Avila – Engenharia de Avaliações Ltda. e Valente Consultoria Engenharia de Minas Ltda.";

b. "conforme esclarece a própria PWC, os procedimentos por ela adotados estavam plenamente amparados pelas normas técnicas vigentes no momento da elaboração de sua avaliação"; e

c. No mesmo documento enviado pela PWC, mencionado no parágrafo 38, retro, é informado que "a utilização de especialistas nas avaliações do ativo imobilizado e dos direitos de mineração a preços de mercado, bem como a menção dessa utilização no laudo de avaliação dos auditores, estão de acordo com o parágrafo 1.8, da NBC P1 – Normas contábeis de Auditor Independente e aprovada pela Resolução do CFC nº821/97. Adicionalmente a utilização de especialistas também está prevista na resolução do CFC nº 857/99 que reformulou a NBC P2e Normas Profissionais do Perito".

**Do nosso entendimento**

47. Diante das alegações das Requerentes e considerando que o Laudo de Avaliação contábil da Bunge foi realizado por empresa de auditoria especializada, registrada na CVM, e que tal Laudo contém declaração de que o estudo foi conduzido de acordo com as normas de auditoria aplicáveis no Brasil, entendemos, não ser possível afirmar que tal Laudo não teria utilizado o rigor e critérios técnicos adequados diante da Operação em tela.

48. Em seu Laudo do Patrimônio a preço de mercado, a PWC informa que a avaliação dos ativos foi efetuada por empresa de engenharia especializada e independente. Informa, ainda, não ter conflito de interesses e desconhecer qualquer atuação do controlador ou dos administradores da companhia no sentido de direcionar ou limitar os trabalhos. Entendemos, assim, com base nas informações prestadas, que o referido Laudo atenderia ao disposto no art 264 da Lei nº 6.404/76.

**4.2.4 – Ajustes decorrentes de aumento de capital da Bunge Fertilizantes S.A. e do resgate de ações mediante entrega de investimento na Bunge Participações e Investimentos S.A. (BPI)**

**Dos argumentos das requerentes**

49. Em relação às operações realizadas na BFE anteriores à proposta de Reorganização da Fosfertil, os requerentes argumentam principalmente que:

a. "o simples fato de nomear os ativos não esclarece o questionamento acerca da sua solidez, fazendo-se necessário detalhar, por exemplo, o montante correspondente a cada subsidiária, as condições e prazos de pagamento e eventuais garantias que tenham sido constituídas";

b. "os esclarecimentos prestados pela PWC apenas identificam que tipo de ativo teria sido utilizado no aumento de capital da Bunge, tratados, genericamente, como créditos detidos por sua controladora Bunge BV junto às subsidiarias integrais da Bunge Fertilizantes";

c. "Nenhum dos documentos até hoje disponibilizados faz qualquer referência aos aumentos de capital que teriam (ou deveriam ter sido) realizados nas subsidiárias da Bunge (concomitantemente com o cancelamento dos passivos), o que demonstra a insuficiência das informações até então apresentadas, corroborando com a imperativa necessidade de serem elaboradas e divulgadas ao mercado [...] demonstrações contábeis consolidadas"; e

d. "diferentemente do que acreditam as Companhias, o conteúdo das notas exaradas no Relatório de Avaliação demonstra claramente que o balanço patrimonial afetou sim a relação de troca".

**Da manifestação da Companhia**

50. Em sua resposta, a Companhia alegou, em resumo, o que se segue:

a. "A Mosaic questiona a ausência de informações detalhadas sobre os ativos que lastreiam os ajustes resultantes do aumento de capital da BFE e do resgate de ações para entrega do investimento à BPI";

b. "como informado no item IV do Fato Relevante de 21.12.06, as operações acima mencionadas – aumento de capital e resgate de ações – foram realizadas entre sociedades controladas pelo 'grupo' Bunge com o objetivo exclusivo de evitar que a Reorganização Societária resultasse na existência de participação recíproca direta e indireta entre a Fosfertil e a BFE"; e

c. "os ajustes decorrentes de tais operações prévias, ao contrário do que alega a Mosaic, não acarretam qualquer efeito na relação de troca das ações fixada na Reorganização Societária, a qual, como se sabe, foi determinada a partir da avaliação econômica das duas Companhias".

51. A PWC informa, em documento anexo à manifestação da Companhia de 12.02.07, que "em relação ao montante [...] o mesmo representa o aumento de capital com recebíveis, correspondentes a empréstimos de subsidiarias integrais da própria Bunge Fertilizantes S.A., contratados em dólares Norte Americanos, a taxa de juros de mercado, no montante de R$ 1.559.773.082,68, líquido de resgate de ações, no montante de R$ 565.385.408,32, correspondente, principalmente, à versão das participações societárias na Fosfertil e Fertifos [...]. Não houve, por decorrência dessas operações, a geração de qualquer ágio".

**Do nosso entendimento**

52. A BFE transferiu para a BPI, ações de emissão da Fosfertil, segundo informado, com o objetivo de evitar a participação recíproca quando da incorporação de ações. No laudo de avaliação econômica, é informado que "Em 30 de novembro de 2006, a Bunge Fertilizantes concluiu a Reestruturação Societária que teve por fim separar os ativos operacionais da empresa dos investimentos detidos na Fosfertil, direta e indiretamente. Desta forma, os demonstrativos financeiros históricos pró-forma da Bunge Fertilizantes passaram a refletir a posição da empresa em relação a suas próprias atividades operacionais, **sem incorrer em variações patrimoniais decorrentes dos resultados da Fosfertil"**. Entendemos, assim, que a transferência do investimento foi considerada no laudo de avaliação que serviu de base para se estabelecer a relação de troca, assistindo razão à companhia.

53. Ainda, sem entrar no mérito da relevância ou não de um maior detalhamento da informação acerca dos ativos que lastreiam os ajustes resultantes do aumento de capital da BFE ocorrido anteriormente à operação de incorporação. Ressalte-se, mais uma vez, que as demonstrações financeiras da BFE foram auditadas por auditores independentes registrados na CVM, de modo que, a princípio, considerando a emissão de parecer sem ressalva, estariam em conformidade com as normas contábeis aplicáveis à companhias abertas. A questão da necessidade de apresentação de demonstrações financeiras consolidadas já foi comentada.

**4.2.5 – Utilização do benefício fiscal na Avaliação da Bunge**

**Dos argumentos das requerentes**

54. Em relação à utilização dos benefícios fiscais na avaliação da Bunge, os requerentes argumentam principalmente que:

    a. "Conforme levantado pelos Professores Gelbcke e Bartholini, 'a documentação que suporta tanto o Laudo Patrimonial assinado pelo auditor independente, bem como o Relatório de Avaliação emitido pelo Credit Suisse não especificam qual é o citado ágio e o eventual aproveitamento do benefício fiscal'";

    b. "A falta de informações sobre a origem dos benefícios fiscais acaba por levar à suspeita de que o acréscimo de US$ 228 milhões no resultado do Fluxo de Caixa da Bunge realizado pelo avaliador considerou benefícios que somente poderiam ser aproveitados na hipótese de efetivação da incorporação reversa, desqualificando, nesse caso, a avaliação '*stand alone*' exigida para subsidiar a relação de troca das ações";

    c. "...diante do impacto de tais desdobramentos (tributários e fiscais) na Reorganização, especialmente se confirmada a antecipação dos benefícios fiscais decorrentes da incorporação no valor atribuído à Bunge no Relatório de Avaliação, faz-se imprescindível a ampla divulgação de todas as informações que lastrearam (i) o acréscimo *pro forma* do valor de R$94 milhões no patrimônio líquido da Bunge, (ii) o tratamento e impactos, nos resultados societários e tributários no futuro, do ágio resultante da incorporação, (iii) a composição dos benefícios fiscais considerados no valor do Fluxo de Caixa Descontado da Bunge, e (iv) o planejamento fiscal e societário que orientam a Reorganização";

    d. "se a Reorganização proposta se ativer à incorporação de ações da Bunge para transformá-la em subsidiária integral da Fosfertil, não remanescerá ágio a ser aproveitado, comprometendo, por conseguinte, uma das justificativas da operação que é o aproveitamento de sinergias tributárias e fiscais";

    e. "os ajustes de exercícios anteriores registrados no patrimônio líquido da Bunge Fertilizantes, em 30.09.06, revelam indícios de que as premissas adotadas para contabilização dos impostos diferidos, bem como os respectivos benefícios fiscais inerentes ao aproveitamento de distribuição de juros sobre capital próprio, reconhecidos no laudo de avaliação econômica da Bunge Fertilizantes, não estão condizentes com a capacidade de realização desses ativos";

    f. "a consideração de possíveis benefícios tributários a título de aproveitamento de distribuição futura de dividendos utilizando-se da figura de 'juros sobre capital próprio' não condiz com o cenário atual da Bunge [...] não há que se falar em qualquer benefício de 'juros sobre capital próprio', enquanto não ocorrer a integral absorção dos referidos prejuízos acumulados";

    g. "pendem ainda sérias dúvidas quanto à capacidade de a Bunge, em um cenário, *stand alone*, de consecutivos prejuízos, vir a realizar tais ativos, em função do comprovado histórico de prejuízos da Bunge Fertilizantes [...] Obviamente que a realização desses ativos seria inquestionável com a incorporação dos ativos rentáveis da Fosfertil. Todavia, nesse contexto, esse benefício não poderia contemplar exclusivamente os acionistas da Bunge, mas sim serem compartilhados com os acionistas da Fosfertil".

**Da manifestação da Companhia**

55. Em sua resposta, a Companhia alegou, em resumo, o que se segue:

    a. "a Reorganização Societária não gerará ágio na Fosfertil, a ser utilizado como benefício fiscal futuro, uma vez que, conforme informado no Fato Relevante de 21.12.06 (item VI 'a' e 'e'), o aumento de capital a ser realizado em tal Companhia terá como base o valor de PL contábil da BFE, conforme apurado no laudo elaborado pela PWC";

    b. "operações de aumento de capital integralizado com ações de emissão de outra sociedade, como ocorre na presente situação, somente resultam na existência de ágio se o valor atribuído às ações for superior ao respectivo valor patrimonial contábil. Sendo o valor do aumento de capital equivalente ao próprio valor contábil das ações integralizadas, como é o caso da Reorganização Societária, não existirá ágio e, portanto, não se verificarão os pretensos benefícios fiscais e tributários";

    c. "Não faz qualquer sentido a alegação de que somente haveria aproveitamento dos benefícios fiscais considerados no Relatório de Avaliação elaborado pelo Credit Suisse se, após a Reorganização Societária, a Fosfertil fosse incorporada pela BFE. Ora, como o objetivo do Credit Suisse era realizar uma avaliação *stand alone* das Companhias, a fim de determinar os respectivos valores econômicos antes da Reorganização Societária, e considerando que a BFE possuía direito e capacidade de utilizar os referidos benefícios fiscais, é evidente que tais valores tinham que ser considerados na apuração do valor econômico da BFE"; e

    d. "não foram considerados, na avaliação econômica da Fosfertil, valores de natureza semelhante aos acima mencionados, simplesmente porque, como informa o Credit Suisse, 'a Fosfertil não possuía saldo de ágio amortizável ou prejuízos fiscais e bases negativas de CSLL em setembro/06 que pudessem ser prontamente utilizados'".

56. O Credit Suisse, em documento anexo à manifestação da Companhia de 12.02.07, informou que "a capitalização da Bunge Fertilizantes que reduz as despesas financeiras e precedeu a transação deverá incrementar o lucro tributável *ceteris paribus,* aumentando a capacidade de utilização dos benefícios fiscais acima mencionados".

**Do nosso entendimento**

57. A Fosfertil informa, no Fato Relevante de 21.12.06, que a Reorganização Societária não gerará ágio na Fosfertil, a ser utilizado como benefício fiscal futuro.

58. Consta, no corpo do Laudo Econômico:

"Nossas análises […] **tratam a Bunge Fertilizantes e a Fosfertil como operações independentes ( *stand-alone*)** e, portanto, **não incluem benefícios ou perdas operacionais, fiscais ou de outra natureza**, incluindo eventual ágio, nem quaisquer sinergias, valor incremental e/ou custos, caso existam, **que a BungeFertilizantes ou Fosfertil possam ter a partir da conclusão da Transação** , caso efetivada, ou de qualquer outra operação. A avaliação também não leva em conta eventuais ganhos ou perdas operacionais e financeiras que possam haver posteriormente à Transação em função da alteração comercial dos negócios atualmente existentes entre a BungeFertilizantes e a Fosfértil"

59. Cabe destacar que a avaliação realizada pelo método *stand alone* nos sugere não ter sido considerado, no Laudo Econômico qualquer eventual aproveitamento de ágio ou sinergia existente em uma operação societária futura eventualmente não divulgada.

60. Consta, ainda, no Laudo econômico, previsão de resultados positivos na Bunge Fertilizantes em todo o período projetado, bem como o incremento do lucro tributável em decorrência da capitalização, conforme informado no parágrafo 56, retro. Tais resultados positivos possibilitariam, conforme projeções constantes do laudo de avaliação a utilização dos benefícios fiscais detidos pela Bunge.

61. Diante do exposto, entendemos não ser possível afirmar, com base nas informações constantes dos autos, que as premissas utilizadas pelo avaliador, não estariam condizentes com a situação econômica e financeira da Companhia.

**4.2.6 - Inadequação da Avaliação do PL Contábil e do Relatório de Avaliação para a Proposta de Incorporação**

**Dos argumentos das requerentes**

62. Em relação à inadequação da Avaliação do PL contábil e do Relatório de Avaliação para a Proposta de Incorporação, os requerentes argumentam principalmente que:

    a. "A conclusão que se extrai da aludida comparação (Laudo de Avaliação elaborado em 2004 e Relatório de Avaliação datado de 15.12.06, ambos da Lavra do Avaliador) é a de que o Relatório de Avaliação apresentado para sustentar a relação de troca está, basicamente, calcado em informações prestadas pelas administrações das Companhias, - compostas, em sua grande maioria, por membros da Bunge – as quais não foram objeto de verificações independentes (razão pela qual o avaliador não faz qualquer declaração ou presta qualquer garantia em relação a qualquer informação fornecida)";

    b. "A vista dessa premissa – que a lei exige um laudo de avaliação em que os peritos determinem que o valor das ações, no caso as emitidas pela Bunge Fertilizantes, é, ao menos, igual ao do aumento de capital (e reserva de capital) projetado – e considerando que o Relatório de Avaliação, no caso concreto, como já demonstrado, não atende aos requisitos legais, resta indagar se o outro laudo disponibilizado aos acionistas – a Avaliação do PL Contábil – observa os ditames do art.8º da Lei";

    c. "...é forçoso concluir que a Avaliação do Patrimônio Líquido Contábil ora comentada deverá ser desqualificada por essa D.CVM, uma vez que os avaliadores, a despeito de todo o esforço acerca de apurarem o valor contábil '*pro forma*' ajustado, não declaram, em momento algum, o que a lei exige, ou seja, que o valor econômico ou, como preferem alguns, o valor real das ações da Bunge Fertilizantes é, ao menos, igual ao do montante do capital a realizar"; e

    d. "para que a Proposta de Reorganização em discussão possa ser validamente apreciada em assembléia de acionistas, as administrações das Companhias, vale reprisar, precisam apresentar novos laudos, em relação aos quais os avaliadores assumam as responsabilidades que lhes são atribuídas por lei".

**Da manifestação da Companhia**

63. Em sua resposta, a Companhia alegou, em resumo, o que se segue:

    a. "as ressalvas e limitações de responsabilidade, constantes do Relatório de Avaliação elaborado pelo Credit Suisse, bem como a utilização de informações prestadas pelas próprias companhias avaliadas, constituem procedimentos absolutamente normais e reconhecidos como válidos em qualquer avaliação realizada para fundamentar operações de reorganização societária no mercado brasileiro, conforme pode ser facilmente constatado dos diversos exemplos relacionados na correspondência em anexo, entre as quais constam, inclusive, avaliações realizadas pelo Banco JPMorgan S.A., contratado pela Mosaic para promover uma nova avaliação econômica da Fosfertil";

    b. "a ausência de declaração referente à inexistência de conflito de interesse por parte da instituição avaliadora foi suprida na Retificação ao Relatório de Avaliação encaminhada às Companhias e divulgada ao mercado em 30.01.07, na qual consta, textualmente, a declaração exigida pelo artigo 5º da Instrução CVM nº319/99";

    c. "No caso presente, como informado no Protocolo e no Fato Relevante de 21.12.06, o aumento de capital da Fosfertil foi proposto como base na avaliação do patrimônio líquido contábil auditado e ajustado pro forma, em 30.09.06, da BFE";

    d. "o valor do aumento de capital a ser realizado na Fosfertil – R$ 1.780.000.000,00 – não é superior ao valor das ações a serem incorporadas ao patrimônio da Fosfertil apurado pelos peritos contratados pela administração das Companhias – R$ 2.203.975.270,69. Ao contrário, o aumento de capital da Fosfertil, acrescido da parcela destinada à reserva de capital, corresponde exatamente ao valor apurado na avaliação realizada pela PWC";

    e. "a regra prevista no artigo 226 da Lei das S.A., que veda a realização da incorporação se o valor do aumento de capital da incorporadora for superior ao valor de seu patrimônio líquido, conforme apurado pelos peritos nomeados pelas sociedades envolvidas, foi plenamente observada na hipótese ora analisada"; e

    f. "em relação ao exposto no item 56 da representação, cumpre observar que, ao contrário do que alega a Mosaic, os ajustes relacionados 'à mais valia...' não foram considerados pela PWC na determinação do valor do PL contábil das ações de emissão da BFE, mas apenas na avaliação do respectivo valor de PL a preços de mercado, a qual foi utilizada, exclusivamente para os efeitos de comparação previstos no artigo 264 da Lei 6.404/76".

**Do nosso entendimento**

64. O avaliador declara, no Laudo, que não tem interesse, direto ou indireto, na companhia ou na operação e informa, ainda:

"os acionistas controladores das Companhias e seus administradores (i) não interferiram, limitaram ou dificultaram, de qualquer forma, nosso acesso e nossa capacidade de obter e utilizar as informações necessárias para produzir o Relatório de Avaliação, (ii) não determinaram as metodologias utilizadas para a elaboração da análise, ou (iii) não restringiram, de qualquer forma, nossa capacidade de determinar as conclusões apresentadas de forma independente nesse Relatório de Avaliação.".

65. Declara, ainda, que "o Relatório de Avaliação **foi preparado somente para** o uso dos Conselhos de Administração da Bunge Fertilizantes e **Fosfertil e seus acionistas para sua avaliação da Transação proposta** ". Afirma, ainda, o seguinte: "**assumimos que tais projeções refletem as melhores estimativas atualmente disponíveis com relação à futura performance financeira das Companhias**, que foram avaliadas em uma base *stand alone*". No referido Laudo Econômico, a BUNGE é avaliada entre US$ 1082 e 1214 milhões.

66. Em função disso, entendemos não ser possível afirmar que não teria sido observado o artigo 226 da Lei nº 6.404/76, assim como não ter restado configurado o descumprimento do disposto na Instrução CVM nº 319/99, referente aos questionamentos realizados pelas Requerentes.

**4.2.7 - Laudo Econômico**

**Dos argumentos das requerentes**

67. Em relação ao Laudo Econômico, os requerentes argumentam principalmente que:

*Da Super-Avaliação da Bunge*

a. "Depois de uma detida e profunda análise do Relatório de Avaliação (inclusive após a retificação de 30.01.07) da Bunge, pudemos detectar uma série de inconsistências relacionadas às técnicas de avaliação e às premissas utilizadas no Relatório de Avaliação apresentado pelo Avaliador", como no cálculo dos itens citados a seguir: (i) margem de contribuição do produto NPK, (ii) fluxo de caixa livre desalavancado, (iii) valor terminal, e (iv) estrutura de capital para cálculo do WACC";

b. "A manifestação apresentada pelas Companhias, assim como os esclarecimentos prestados pelo Credit Suisse, passaram ao largo da demonstração procedida pela Mosaic de que a 'retificação' apresentada pelo Credit Suisse sob o pretexto de corrigir 'meros erros de transcrição', em verdade se consubstanciou em uma maliciosa tentativa de justificar uma relação de troca moldada"; e

c. "Diferentemente do quanto procedido pelo JPMorgan, o que se extrai do Relatório de Avaliação é que o avaliador acabou por realizar uma 'conta de chegada', ou seja, partindo da impossibilidade de alterar a relação de troca proposta, o avaliador foi em busca das premissas que o permitissem justificar o cálculo";

*Da sub-avaliação da Fosfertil*

d. "Segundo Relatório de Avaliação elaborado pelo Banco JPMorgan, solicitado pelas Requerentes, "o valor estimado que deveria ter sido atribuído à Fosfértil é de US$ 1,717 milhões, enquanto o Avaliador atribuiu-lhe o valor de US$ 1,485 milhões, ou seja, uma diferença que seria 'pró acionistas da Fosfertil' de US$ 232 milhões"; e

e. "Segundo se depreende do Relatório de Avaliação elaborado pelo JPMorgan, o projeto de expansão, incluindo os direitos minerários, foi avaliado em US$ 124 milhões ... Assim inexiste justificativa para desprezar o valor correspondente ao Plano de Expansão, cujo montante, da mesma forma que foi feito pelo JPMorgan, deveria ter sido calculado e contemplado pelo Credit Suisse em seu Relatório de Avaliação".

**Da manifestação da Companhia**

68. O avaliador Credit Suisse, em documento anexo à manifestação da Fosfertil de 12.02.07, encaminhou resposta àqueles questionamentos realizados pela Mosaic, relacionados às premissas utilizadas no Relatório de Avaliação, informando que:

*Da Super-Avaliação da Bunge*

a. "tal retificação não alterou os valores anteriormente já definidos para a relação de troca, haja vista ter havido apenas uma retificação de erro de grafia na página do WACC, e não dos cálculos que fundamentaram os mesmos, não comprometendo de modo algum a validade dos resultados apresentados no Relatório de Avaliação";

*Da sub-avaliação da Fosfertil*

b. "Para a avaliação da Bunge Fertilizantes e da Fosfertil, o Credit Suisse utilizou-se de informações consistentes, indiscutíveis e de origem comprovada ... Desta maneira, tendo em vista que o plano de expansão mencionado na Petição não foi aprovado pela administração da Fosfertil, nem mesmo objeto de planejamento mais detalhado acerca de seu investimento e execução, coerentemente não o consideramos na avaliação";

c. "Já em relação aos ativos minerários da Fosfertil, cumpre-nos ressaltar que os valores intrínsecos dos mesmos que já se encontram em exploração estão contemplados nos fluxos de caixa projetados, considerados os aumentos do volume de produção e expansão das capacidades das minas, bem como os investimentos necessários para tal. Os direitos de lavra de minas não operacionais não foram avaliados por (i) não possuírem capacidade de lavra definida ou (ii) não apresentarem viabilidade econômica comprovada para sua exploração, e, portanto, não dispunham de valor econômico tangível para fins esta avaliação"; e

d. "Tendo sido devidamente esclarecidos todos os questionamentos apresentados na Representação em relação ao Relatório de Avaliação elaborado pelo Credit Suisse, conclui-se que a relação de troca proposta para a Reorganização Societária representa a justa contrapartida entre o valor das Companhias, não havendo, ao contrário do que alega a Mosaic, qualquer super-avaliação da BFE e, tampouco, sub-avaliação da Fosfertil".

**Do nosso entendimento**

69. O avaliador, após tomar conhecimento dos questionamentos acerca das premissas utilizadas no Laudo Econômico, procedeu uma retificação, em 30.01.07, alegando um erro de transcrição, que não teria gerado reflexo na relação de troca calculada, bem como justificou, em documento anexo à manifestação da Companhia, a utilização das premissas que foram questionadas.

70. Consta, no corpo do Laudo Econômico, realizado pelo Credit Suisse:

*"As projeções operacionais e financeiras da BungeFertilizantes e da Fosfertil foram baseadas em informações obtidas junto à Bunge Fertilizantes e à Fosfertil e em outras informações públicas, e* ***assumimos que tais projeções refletem as melhores estimativas atualmente disponíveis com relação à futura performance financeira das Companhias****, que foram avaliadas em uma base stand alone."*

71. Diante do exposto, entendemos não ser possível afirmar ser necessária a elaboração de novo laudo de avaliação baseado em premissas diversas daquelas utilizadas no relatório de 15.12.07.

**4.2.8 - Do exercício abusivo do poder de controle**

**Dos argumentos das requerentes**

72. Em relação ao Laudo Econômico, os requerentes argumentam principalmente que:

    a. "resta evidenciada a absoluta inadmissibilidade da Proposta de Incorporação de Ações, uma vez que se encontra calcada em uma série de omissões, inconsistências e informações manipuladas que, vistas em conjunto, representam uma afronta ao direito dos acionistas não vinculados à Bunge";

    b. "é evidente o abuso de poder de controle da Bunge na presente operação. Não se consegue vislumbrar cenário que se identifique de maneira mais perfeita com as hipóteses dos incisos I e II do art. 1º da Instrução CVM nº323, pois apenas o interesse exclusivo da Bunge é contemplado";

    c. "A conversão das ações preferenciais em ordinárias 'somente' está sendo proposta para que a Bunge atinja a maioria absoluta do capital da Fosfertil (50,4%). Do contrário, a conversão seria facultativa, a critério dos preferencialistas";

    d. "O tag along não agrega valor algum às ações da Fosfertil, pois, como declarado na Justificação da Reorganização, a estratégia da Bunge é de longo prazo e não contempla mudança de controle";

    e. "O aumento do dividendo mínimo também é pura retórica, uma vez que a Fosfertil sempre distribuiu dividendos acima de 30% do lucro líquido anual aos seus acionistas";

    f. "a adoção de práticas de governança corporativa por meio da unificação das ações e do direito a tag along, bem como a majoração do dividendo mínimo obrigatório, independe da incorporação da Bunge pela Fosfertil. Assim, se realmente buscasse oferecer maiores vantagens aos acionistas minoritários, não ofereceria tais prêmios em troca da aprovação da incorporação de um ativo que, ao final, só tende a desvalorizar a Fosfertil";

    g. "a incorporação de ações para a criação de uma subsidiária integral, e, portanto, [...] não tem como acarretar, sem que haja a constituição de obrigações e correspondentes contraprestações, o aproveitamento de ativos, *'overhead e back-office'* e suprimentos. [...] tampouco as sinergias fiscais e tributárias são passíveis de serem realizadas";

    h. "a Bunge, sob o discurso de que a Reorganização proposta visa à preservação dos interesses dos acionistas minoritários da Fosfertil, acena com a promessa de migração para o Novo Mercado"; e

    i. "tais vantagens servem não apenas como moeda de troca para a aprovação da proposta de incorporação de ações da Bunge, mas também para, com a conversão das ações preferenciais em ordinárias, garantir à Bunge o controle direto da Fosfertil".

**Da manifestação da Companhia**

73. Em sua resposta, a Companhia alegou, em resumo, o que se segue:

    a. "não há como se acatar a repetitiva alegação da Mosaic de que a Reorganização Societária atenderia, exclusivamente, os interesses do grupo "Bunge" e, por esta razão, constituiria modalidade de abuso de poder de controle. Ao contrário, considerando que a Reorganização Societária deverá acarretar diversos benefícios para a Fosfertil e para seus acionistas minoritários, ao menos para aqueles que não são concorrentes da Companhia, fica evidente a inexistência de qualquer abuso por parte do acionista controlador";

    b. "a relação de troca proposta para a reorganização societária foi fixada de forma eqüitativa, refletindo adequadamente o valor comparativo entre as ações de emissão da Fosfertil e as emitidas pela BFE"; e

    c. "como a Reorganização Societária, conforme referido, atende aos interesses da Fosfertil e de todos os seus acionistas, pode-se concluir que seus administradores estariam violando os referidos deveres legais caso não aprovassem a operação em tela, deixando de aproveitar esta relevante oportunidade de negócios para a Companhia".

**Do nosso entendimento**

74. Em que pesem os argumentos das Requerentes de que a operação serve apenas ao interesse exclusivo da Bunge, cumpre destacar as principais propostas que decorrerão da referida Operação:

    a. a conversão da totalidade das ações preferenciais de emissão da Fosfertil em ações ordinárias, com as mesmas características e vantagens das ações existentes, inclusive o direito de voto, à razão de 1 ação preferencial para 1 ação ordinária;

    b. o compromisso de voto dos acionistas Bunge Brasil Holdings B.V. e BPI de adesão ao segmento especial de listagem da BOVESPA, denominado Novo Mercado;

    c. a atribuição à totalidade das ações ordinárias de emissão da Fosfertil do direito de serem incluídas em eventual oferta pública de alienação de controle da Fosfertil, por valor correspondente a 100% do preço das ações integrantes do controle; e

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

75. A Companhia apresenta, ainda, em anexo à sua manifestação, dois relatórios ( *McKinsey Company* e LCA Consultores), contendo análise da "unificação de operações da Fosfertil e da Bunge", e concluindo que haverá ganhos de sinergia e que essa operação decorria de uma necessidade das condições do mercado de fertilizantes.

76. Cabe destacar que a Companhia recebeu manifestações escritas favoráveis à implementação da operação, da Hedging Griffo Corretora de Valores S.A. e Skopos Administradores de Recursos Ltda, na qualidade de administradores de diversos Fundos acionistas da Companhia, detentores em conjunto de aproximadamente 8.000.000 de ações preferenciais, equivalentes a 33,5% das ações preferenciais em circulação de

emissão da Companhia.

77. Considerando as justificativas apresentadas para realização da Operação, as condições da operação e a manifestação formal de acionistas minoritários favoráveis a Operação, entendemos não ser possível afirmar, *a priori*, que a operação não seja do interesse da Companhia e que vise causar prejuízo aos seus acionistas minoritários. Tal questionamento, no entanto, será objeto de acompanhamento pela SEP.

**4.2.9 - Do benefício particular e o consequente impedimento de voto**

78. Em relação ao eventual beneficio particular, os requerentes argumentam principalmente que:

**Dos argumentos das requerentes**

a. "Além de se configurar abusivo o ato, está-se diante de hipótese em que a Bunge obterá um benefício particular. Esse benefício decorrerá não apenas da incorporação das ações através de uma relação de troca desfavorável, mas também, para culminar, porquanto através da conversão de ações, a Bunge alcançará um percentual de participação na Fosfertil que lhe dará a maioria do capital votante, sem precisar de nenhum voto da Fertifos";

b. "Resulta claro, portanto, o benefício particular da Bunge na deliberação da assembléia especial de preferencialistas que irá deliberar sobre a conversão dessas ações, o que acarreta o impedimento da Bunge de votar nesse conclave";

c. "Essa interpretação está condizente com a manifestação da CVM no Parecer de Orientação nº 34/06, segundo o qual o impedimento de voto se dá à vista da particularidade dos efeitos da deliberação relativamente a um acionista, comparado com os demais. Não estará a CVM emitindo, quanto a este aspecto, um julgamento sobre a ilicitude da deliberação – que poderia, em tese, ser um benefício lícito, mas apenas constatando, em tese preliminar, que há um benefício particular na decisão assemblear cogitada, na medida em que está vinculada à incorporação de ações e que, se todas as medidas propostas forem aprovadas, a situação da Bunge resultará absolutamente diversa da anteriormente vigente, com predomínio de sua vontade exclusiva";

d. "O fato de o Parecer de Orientação nº34/2006 se referir expressamente às operações de incorporações de ações de sociedades *holdings* não retira a validade da menção feita pelos Requerentes ao referido Parecer, visto que o controle circunstancial que a Bunge passou a exercer, lhe permitiu direcionar a operação de forma a satisfazer seus interesses"; e

e. "o reconhecimento do impedimento de voto não levará essa D.CVM a emitir um julgamento sobre a ilicitude da deliberação – que poderia, em tese, ser um benefício lícito, mas apenas constatando, em sede preliminar, que há um benefício particular na decisão assemblear cogitada, na medida em que está vinculada à incorporação de ações e que, se todas as medidas propostas forem aprovadas, a situação da Bunge resultará absolutamente diversa da anteriormente vigente, com predomínio de sua vontade exclusiva".

**Da manifestação da Companhia**

79. Em sua resposta, a Companhia alegou, em resumo, o que se segue:

a. "a situação ora tratada não tem qualquer relação com as hipóteses de existência de benefício particular mencionadas pelo Parecer de Orientação CVM nº34/06";

b. "a Reorganização Societária não prevê a existência de relações de troca distintas para as ações detidas por determinado acionista ou para determinada espécie de ações. Ao contrário, está sendo atribuído um único valor, decorrente da avaliação econômica realizada pelo Credit Suisse, para todas as ações de emissão da Fosfertil, independentemente da espécie ou da pessoa de seu titular"; e

c. "de acordo com o posicionamento da CVM, o acionista titular de ações ordinárias, inclusive o controlador, não fica impedido de votar como detentor de ações preferenciais na assembléia especial de preferencialistas".

**Do nosso entendimento**

80. O §1º do artigo 115 da Lei 6.404/76 dispõe que:

*"§ 1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia"*

81. No caso concreto, a Bunge Brasil Holding BV exerce o controle da Fosfertil, por meio da Fertifos, que tem como principais acionistas diretos, a Bunge Investimentos e Participações S.A. (52%) e a Mosaic Fertilizantes do Brasil S.A. (33%).

82. A informação de fundamental importância, no presente caso, é a de que segundo o art. 21 do estatuto social da Fertifos, compete ao Conselho de Administração, com voto afirmativo de **sete** dos conselheiros efetivos, deliberar sobre "**o exercício do direito de voto pela Sociedade, em qualquer matéria, na qualidade de acionista controlador da Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfértil**".

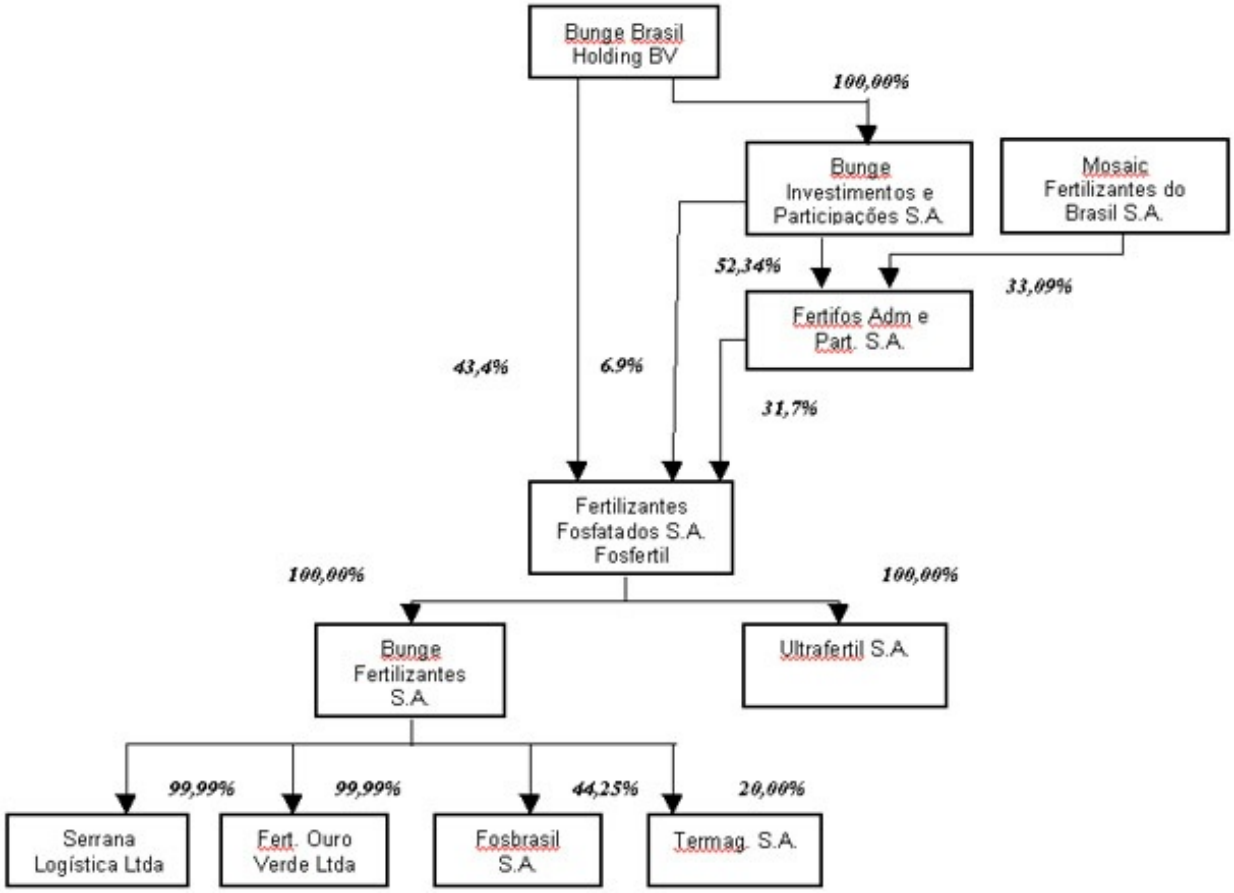
83. Uma vez adotado o processo de voto múltiplo, na eleição dos conseleheiros, a Bunge Fertilizantes elegeria 5 membros, a Mosaic poderia eleger 3 membros e a Fertibrás a 1 membro desse conselho.

84. Desse modo, as decisões que implicassem na orientação de voto da Fertifos na Fosfertil deveriam contar, em tese, com a concordância de conselheiros eleitos por Bunge e por Mosaic.

85. Ocorre que, na ultima eleição para o CA de Fertifos (AGE de 27.04.07), a Mosaic não requereu o procedimento de voto múltiplo e todos os conselheiros de administração teriam sido eleitos por BUNGE.

86. Como será comentado adiante, a Mosaic tentou, via judicial, anular a decisão da referida AGE.

87. Após a referida reestruturação, que envolve a incorporação da BFE pela Fosfertil e a posterior conversão das ações preferenciais da Fosfertil em ordinárias, a estrutura societária da Companhia ficará, como se segue. A Bunge Brasil Holding BV, juntamente com a Bunge Investimentos e Participações S.A. passam a deter 50,3% das ações de emissão da Fosfertil, independendo de composição no conselho de administração de Fertifos (sem a conversão a participação das 2 empresas na Fosfertil seria de 49,6%):




88. Entendemos que, se há beneficio particular, no caso concreto, seria do acionista BUNGE, que, com a realização da operação, passaria a deter o controle direto da Fosfertil, não mais o exercendo via Fertifos. Nesse caso, a Bunge Investimentos e Participações S.A. e Fertifos Adm. e Part. S.A., controladas da Bunge Brasil Holding BV, estariam impedidas de votar com ações ON e PN.

89. Cabe destacar que apenas 7,5% das ações ON estão em circulação, o que levaria que a decisão de aprovar a Operação fosse tomada por essa minoria.

90. Caso se entenda que o benefício particular do acionista existe e, que esses acionistas estariam impedidos de votar nas assembléias, entendemos que tal posicionamento não justificaria a interrupção ora solicitada, podendo resultar em uma manifestação prévia da CVM ou ser apreciado a *posteriori*.

***5 – DAS MEDIDAS JUDICIAIS IMPETRADAS PELAS REQUERENTES***

91. Cumpre destacar que, conforme informado pela Companhia, as Requerentes tentaram obter as seguintes medidas, no âmbito do Poder Judiciário:

    a. A Mosaic moveu ação declaratória perante a 36 ª Vara Cível da Comarca de SP, com pedido de antecipação de tutela para suspender a Reorganização Societária, o qual foi negado tanto em primeiro quanto em segundo grau de jurisdição;

    b. A Mosaic formulou novo pedido de antecipação de tutela na ação por ela movida, cujo objetivo era anular a substituição de 3 membros do Conselho de Administração da Fertifos. Tal pedido, apesar de ter sido rejeitado em primeira instância, foi parcialmente deferido pelo TJSP, o que acarretou a suspensão da realização das AGE e AGES que haviam sido originalmente convocadas para o dia 23.01.07; e

    c. A tutela antecipada, no entanto, perdeu a eficácia, uma vez que a ação na qual ela foi proferida foi posteriormente julgada improcedente, em sentença prolatada em 02.04.07, a qual reconheceu a legitimidade da referida substituição. Diante disso, a Mosaic interpôs recurso de apelação e renovou o pedido de antecipação de tutela perante o juiz de primeiro grau, que não a concedeu.

**6 – DA CONCLUSÃO**

92. Cabe, inicialmente, mencionar, como já comentado, que o requerimento de interrupção do curso de prazo de antecedência de convocação da AGE e AGESP, apresentado pelas Requerentes se deu de forma intempestiva, tendo sido apresentado 7 dias úteis antes da realização da AGE.

93. Quanto ao mérito do requerimento, a maior parte dos questionamentos formulados refere-se à Proposta de Incorporação, dividindo-se em questões informacionais e questões relativas aos laudos de avaliação (premissas e atualização).

94. A esse respeito, 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.

95. Cabe mencionar ainda que o questionamento da Mosaic em relação à legalidade da eleição, em AGE de abril de 2006, do conselho de administração da Fertifos, companhia fechada, não seria de competência da CVM (fato admitido pela Mosaic, em seu requerimento de 05.02.07) e foi objeto de decisão judicial em favor da Bunge proferida em 02.04.07, acostada aos autos do presente processo.

96. Entendemos, ainda, como mencionado nos parágrafos 76 a 90, retro, mesmo que o posicionamento adotado pela CVM seja em favor da existência de benefício particular do acionista, tal posicionamento não justificaria a interrupção do curso do prazo de AGE e AGESP, podendo resultar em uma manifestação prévia da CVM ou ser apreciado a *posteriori*.

97. Adicionalmente, embora essa questão não tivesse sido objeto do requerimento, solicitamos que a Fosfertil nos informasse se os diretores, os

membros do conselho de administração e, do conselho fiscal da Companhia exercem qualquer cargo ou função na Bunge Fertilizantes S.A., seus controladores, ou em qualquer empresa sob controle comum. Caso a resposta seja positiva, solicitamos que informasse (i) a qualificação do administrador; (ii) o nome da empresa; (iii) o cargo exercido na empresa; (iv) se trata de cargo estatutário; (v) se o referido administrador ou conselheiro fiscal participou da decisão ou opinou sobre a operação a ser deliberada na AGE marcada para o dia 19.04.07.

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

99. As questões envolvendo eventual conflito dos administradores, ligados a acionistas, que se manifestaram acerca da operação continuarão sendo analisadas pela SEP.

100. Por fim, entendemos que não caberia a determinação de interrupção do curso do prazo de realização da AGE da Fosfertil marcada para o dia 19.04.07, não tendo sido identificadas flagrantes irregularidades nos assuntos constantes da ordem do dia. As questões envolvendo a divulgação de informações e eventual abuso de poder de controle continuarão sendo objeto de análise por parte da SEP.

Diante de todo o exposto, encaminhamos o presente processo a essa SGE, sugerindo o seu envio ao Colegiado para decisão acerca do pedido de interrupção, nos termos da Instrução CVM nº 372/02. O processo CVM no RJ/2007/1061 deverá, se de acordo, seguir apensado ao presente processo para eventual consulta, uma vez que contém documentação utilizada na análise.

Atenciosamente,

Rafael Mendes Souza Tavares

Analista

Jorge Luís Da Rocha Andrade

Gerente de Acompanhamento de Empresas -4

De acordo

Elizabeth Lopez Rios Machado

Superintendente de Relações com Empresas