

Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto**1. Objeto do Recurso**

1.1 O presente recurso foi interposto por acionistas titulares de ações preferenciais ("Investidores") da Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. ("RPI"), Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. ("DPPI") e Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga ("CBPI").

1.2 Os Investidores questionam partes do MEMO/SRE/GER-1/Nº 291/207, em que a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") se manifesta sobre requisitos para a concessão do registro das ofertas públicas de aquisição de ações (cada oferta, uma "OPA") de RPI, DPPI e CBPI a serem formuladas pela Ultra Participações Ltda. ("Ultrapar").

1.3 O recurso requer à CVM que:

- i. determine a revisão do laudo de avaliação de CBPI e, por conseqüência, dos laudos de avaliação de RPI e DPPI, pois o primeiro laudo apresenta erros técnicos; e
- ii. determine que se retirem do laudo de avaliação os trechos referentes à avaliação da Ultrapar, ou que se insira, no edital da OPA, declaração de que a CVM não examinou a avaliação de Ultrapar.

2. Funções dos Laudos

2.1 O presente recurso exige que se discorra, ainda que brevemente, a respeito das funções dos laudos de avaliação, seja nas ofertas públicas previstas no art. 254-A da Lei nº 6.404/7, seja nas incorporações, em especial as incorporações sujeitas ao art. 264 da mesma lei.

2.2 Nas ofertas públicas do art. 254-A, o laudo de avaliação tem, em princípio, uma função meramente informativa. Nestas ofertas, o preço de compra é determinado por lei, a saber, 80% do valor pago aos controladores. A função do laudo, nesse contexto, é apenas fornecer elementos adicionais para que os acionistas possam decidir se vendem ou não sua participação.⁽¹⁾

2.3 Digo "em princípio" porque o laudo de avaliação tem uma função adicional nas alienações indiretas de controle, como bem ressaltou a SRE no MEMO/SRE/GER-1/Nº 291/207. Nas operações em que o controle de companhia aberta é alienado indiretamente, o laudo também pode auxiliar a CVM a determinar se o preço da oferta obedece ao disposto no art. 254-A.

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

2.5 Nas alienações indiretas, a situação é mais difícil. Muitas vezes, a companhia aberta não é o único ativo da sociedade cujo controle direto foi alienado. Quando isso ocorre, torna-se necessário determinar qual parcela do preço corresponde à companhia aberta para, só então, aplicar o percentual de 80%. Normalmente, essa tarefa envolve um trabalho complexo, em que vários elementos devem ser levados em consideração.

2.6 É claro que, como ressaltou o ex-presidente da CVM Marcelo Trindade em seu voto no Proc. RJ 2007/1996, julgado em 21 de março de 2007, a área técnica da CVM deve dar sempre a devida atenção para o disposto no contrato de compra e venda das ações do controlador, que pode eventualmente discriminar o valor de cada ativo alienado por via indireta.

2.7 Todavia, não é sempre que o contrato discrimina esses valores e, mesmo quando o faz, não lhe podemos conferir importância nem credibilidade excessivas. Em muitos casos, os valores que constam do contrato não são objeto de uma real negociação entre o adquirente e o alienante, já que, para este último, a distribuição do preço entre os ativos indiretamente alienados pode ter pouca ou nenhuma relevância.

2.8 Em tais situações, o laudo de avaliação e também outras *proxies*, como o valor de mercado da companhia, podem ser utilizados com meios auxiliares na determinação do preço devido na oferta, ao lado dos instrumentos contratuais e outros documentos relativos à negociação havida entre o adquirente e o alienante do controle.

2.9 Já nas incorporações, em especial aquelas que envolvem companhias controladas, as funções dos laudos de avaliação são bem outras e, talvez, mais importantes. Nas incorporações, o laudo de avaliação pode ser utilizado, como parece ser o caso da incorporação que a Ultrapar pretende realizar, como parâmetro para balizar a relação de troca das ações da incorporadora e da incorporada.⁽²⁾

2.10 Além disso, o art. 264 da Lei nº 6.404/76 prevê um laudo obrigatório, no qual se deve apurar o valor do patrimônio líquido das sociedades envolvidas a preços de mercado. Embora também tenha um aspecto informacional, como bem ressaltam nossos precedentes,⁽³⁾ esse laudo estabelece, na prática, um limite mínimo para o valor do reembolso, nas hipóteses em que o direito de recesso é cabível.

2.11 Lembre-se que as incorporações, sobretudo as incorporações envolvendo controladas, são negócios compulsórios para os acionistas minoritários dissidentes. Nessas operações, os minoritários não têm, como nas ofertas públicas, a opção de permanecer na situação em que se encontram: ou eles migram na relação de troca definida, ou exercem o direito de recesso, quando este for cabível.

2.12 Seja na hipótese de migração, seja na hipótese de recesso, os laudos são importantíssimos. Conforme o caso, eles podem fundamentar a relação de troca definida ou determinar o valor mínimo do reembolso. Portanto, os laudos de incorporação têm uma função bastante diferente dos laudos exigidos por ocasião de uma oferta pública do art. 254-A.

2.13 Na minha opinião, estas observações são essenciais não só para que possamos avaliar os pedidos feitos pelos Investidores, mas também para determinar se eles têm legitimidade para recorrer da decisão da SRE. No caso em exame, como é freqüente, as duas questões praticamente se confundem.

3. Erros Técnicos

3.1 Os recorrentes pedem, primeiramente, que a CVM determine a correção de erros técnicos do laudo de avaliação de CBPI, que por sua vez têm impacto nos laudos de RPI e DPPI. A meu ver, não cabe aos Investidores formular esse pleito, pois eles não têm legitimidade para recorrer da decisão da SRE.

3.2 A legitimidade para recorrer em processo administrativo federal encontra-se disciplinada no art. 58 da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999. Segundo este artigo, podem recorrer em nome próprio: "I – os titulares de direitos e interesses que forem parte no processo; II – aqueles cujos direitos ou interesses forem indiretamente afetados pela decisão recorrida".⁽⁴⁾

3.3 Esclareça-se desde logo que as únicas partes no processo de registro de oferta pública são o ofertante e a CVM. Os Investidores não são parte no processo - como, aliás, também não são os titulares de ações ordinárias - não se aplicando a eles, por este motivo, a hipótese prevista no inciso I do art. 58.

3.4 Os direitos e interesses dos Investidores tampouco são afetados pela decisão da SRE que deixou de determinar a correção do laudo, como exige o inciso II do art. 58. Como podemos constatar do próprio recurso impetrado, os Investidores não são sequer destinatários das OPAs, pois são titulares, segundo eles próprios afirmam, de ações preferenciais.

3.5 Em resumo: os Investidores não são parte no processo e seus direitos e interesses não são de nenhuma forma afetados por uma decisão da SRE que se destina a tutelar o interesse informacional dos titulares de ações ordinárias e não dos preferencialistas. Concluo, portanto, que os Investidores não têm legitimidade para recorrer deste ponto da decisão da SRE. [\(5\)](#)

3.6 Além do mais, acredito que a decisão da SRE foi acertada. Como vimos acima, a principal função do laudo de avaliação numa oferta do art. 254-A é informar os investidores. E estou convencido que o laudo apresentado pela Ultrapar é adequado para este fim, após as correções e esclarecimentos determinados no MEMO/SRE/GER-1/Nº 291/207 e no MEMO/SRE/GER-1/Nº 308/2007.

3.7 No processo de registro de uma oferta do art. 254-A, não cabe à CVM fazer uma revisão exaustiva do laudo de avaliação. É claro que erros técnicos claros podem ser apontados e devem ser corrigidos. Todavia, questões que dependem de investigação mais profunda, assim como aspectos subjetivos da avaliação, não podem ser apreciados no âmbito do processo de registro.

3.8 No meu entendimento, as questões levantadas pelos Investidores são desta natureza, isto é, questões que dependem de investigação mais profunda ou referentes a aspectos subjetivos da avaliação. As discussões a respeito do cálculo de perpetuidades e adequação de amostragens requerem uma análise mais profunda, incompatível com o papel da CVM no processo de registro, que é assegurar um nível adequado de informação aos investidores.

3.9 É claro que, em tese, é sempre possível informar mais. Mas também é possível informar menos. Embora sejam bens de uso não-exclusivo, as informações têm custo. No caso em exame, este custo não recai apenas sobre o ofertante, mas também sobre os titulares de ações ordinárias, que aguardam por uma OPA na qual receberão prêmio de 100% sobre o valor de mercado. Quanto mais informação buscarmos, mais essa OPA será postergada.

3.10 No processo de registro de uma oferta pública, a CVM deve assegurar aos investidores um nível adequado de informação, não mais, não menos. Este nível adequado deve ser fixado a cada caso, levando em conta os custos e benefícios marginais das informações, observando sempre, é claro, os padrões oferecidos pela Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. [\(6\)](#)

3.11 Como já disse, entendo que esse nível adequado já foi atingido no caso em exame. Daqui para frente, os destinatários da OPA podem fazer seus próprios cálculos e chegar a suas próprias conclusões, se quiserem, a respeito das controvérsias suscitadas pelos Investidores. A este propósito, cabe destacar que todas as decisões da CVM neste processo são públicas, inclusive os memorandos da SRE que relatam os questionamentos dos Investidores.

3.12 Resta uma última questão sobre esse ponto: E a segunda função dos laudos em ofertas públicas por alienação indireta? Essa segunda função não fica prejudicada pela decisão da SRE? Acredito que não. No MEMO/SRE/GER-1/Nº 291/207, o laudo de avaliação foi apenas um dos parâmetros utilizados para verificar a consistência dos valores atribuídos à CBPI no contrato de compra e venda do controle.

3.13 Além disso, o referido memorando enfatiza, acertadamente, que os valores que constam do contrato de compra e venda do controle foram sancionados por negociações efetivas entre as partes, já que os controladores também alienaram ações de CBPI. O memorando nota, ainda, que os alienantes e adquirentes tinham participações e interesses diferentes nas três companhias, o que dá ainda mais credibilidade ao contrato.

3.14 Por tudo isto, entendo que o MEMO/SRE/GER-1/Nº 291/207 não merece qualquer retoque, seja no que diz respeito às informações exigidas da Ultrapar, seja no que diz respeito à fixação do valor devido na OPA de CBPI. Ressalte-se, acerca deste último ponto, que os Investidores sequer questionaram o valor da OPA de CBPI determinado no referido memorando.

4. Laudo Conjunto

4.1 O segundo pedido dos Investidores é para que a CVM determine o desmembramento do laudo de avaliação ou, pelo menos, para que seja inserido no edital da OPA de CBI uma declaração referente ao alcance da análise da CVM acerca deste laudo.

4.2 Quanto a este segundo pedido, mas somente a este, entendo que os Investidores têm legitimidade para recorrer. Conforme informa a Ultrapar, as OPAs serão seguidas de uma incorporação de ações envolvendo a Ultrapar e as companhias objeto das OPAs. Neste contexto, a Ultrapar determinou a preparação de um laudo conjunto, que abrange todas as companhias envolvidas e que será utilizado tanto para as OPAs quanto para a incorporação de ações.

4.3 Os Investidores argumentam que uma chancela da CVM sobre esse laudo conjunto pode lhes causar prejuízos no futuro, pois o laudo também será utilizado na incorporação de ações. Como a incorporação de ações afetará tanto os titulares de ações ordinária quanto os titulares de ações preferenciais, entendo que os Investidores têm legitimidade para formular esse pedido, pois seus direitos e interesses são indiretamente afetados.

4.4 No mérito, entendo que o pedido dos investidores deve ser acolhido, porém parcialmente. De fato, a SRE não analisou os dados do laudo referentes à Ultrapar. Como existem rumores no mercado de que isso teria ocorrido, faz sentido determinar à Ultrapar que esclareça este ponto no edital de oferta, ainda que não seja necessário desmembrar o laudo para este fim.

4.5 Gostaria de destacar ainda, embora isso não precise constar do edital ou de qualquer documento das OPAs, que a análise do laudo empreendida pela CVM não é conclusiva para fins da incorporação nem mesmo no que tange a RPI, DPPI e CBPI. Como disse acima, o laudo de uma oferta pública tem função distinta dos laudos de incorporação e, por conseguinte, a análise da CVM para uma finalidade não serve para a outra.

4.6 Nada impede, portanto, que a própria CVM venha a concluir posteriormente, em exame de legalidade dos procedimentos de incorporação ou em eventual processo administrativo sancionador, que os laudos de avaliação de RPI, DPPI e CBPI contêm erros técnicos que possam viciar esta segunda operação.

5. Conclusão

1. Por todo o exposto, concluo que:

- i. os Investidores não têm legitimidade para solicitar a correção dos laudos da OPA e que, no mérito, seu pedido de correção deve ser indeferido; e
- ii. a Ultrapar deve informar, no edital da OPA de CBPI, que a análise empreendida pela CVM, para fins de registro das ofertas, não cobriu a

avaliação de Ultrapar.

5.2 Por oportuno, entendo que os esclarecimentos prestados pelo avaliador para justificar a precificação de AM/PM também devem ser incluídos no laudo, conforme sugerido no MEMO/SRE/GER-1/Nº 308/2007.

É como voto.

Rio de Janeiro, 4 de outubro de 2007.

Marcos Barbosa Pinto

Diretor

(1) Este entendimento foi explicitado, por exemplo, nos seguintes precedentes: Proc. RJ 2004/5417; Proc. RJ 2006/3881.

(2) Consta do laudo apresentado pela Ultrapar, a seguinte afirmação: "A Ultrapar solicitou o presente laudo para ser utilizado com relação à (i) oferta de compra obrigatória relacionada com a aquisição pela Ultrapar do controle do Grupo Ipiranga, e (ii) incorporação das ações de CBPI, DPPI e RIPI pela Ultrapar."

(3) E.g. Proc. n.º RJ 2001/9986

(4) Os Investidores não recorreram para defender o interesse difuso do mercado, hipótese prevista no inciso IV do art. 58. Logo, não preciso analisar esta hipótese aqui. Tenho a impressão, no entanto, de que eles não seriam capazes de fazê-lo, pois, para isso, teriam de demonstrar que eventuais falhas na decisão da SRE prejudicam o mercado como um todo e que eles, Investidores, são representantes adequados para a tutela desse interesse difuso.

(5) A análise que empreendo aqui é consistente com nossos precedentes. A respeito, vejam-se as decisões proferidas pelo Colegiado nos Proc. RJ2006/6785, RJ2005/5664, RJ2005/9907, RJ2004/2684, nos quais se admitiram recursos e manifestações de partes afetadas. Cabe recordar, ainda, que as reclamações apresentadas por acionistas são analisadas pela CVM de forma independente do processo de registro da oferta pública, exceto em relação a alegações que afetem interesses do público alvo da oferta, conforme demonstram os Proc. RJ2007/3447, RJ 2007/1996, RJ 2006/6209.

(6) Em um mercado perfeito, a política de *mandatory disclosure* praticada pelos órgãos reguladores do mercado de capitais não seria necessária, pois o investidor seria o melhor juiz de quanto vale a pena gastar para obter mais informações. Todavia, os problemas inerentes a toda forma de ação coletiva, em especial a pulverização de benefícios e a possibilidade de *free riding*, fazem com que poucos investidores isolados tenham incentivos para buscar informações. Combinado com as assimetrias de informação existentes entre emissores e investidores, isso leva a um nível subótimo de informação no mercado e justifica a intervenção estatal. Sobre a lógica da ação coletiva, cf. OLSON, M. **The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups**. Cambridge, Harvard University Press, 1971. Sobre a aplicação desse raciocínio ao mercado de capitais, COFFEE, John. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. **Va. L. Rev.**, n. 70, p. 717, 1984. Todavia, a intervenção regulatória deve se pautar sempre por uma lógica econômica, ou seja, não faz sentido obrigar os emissores e ofertantes a prestar informações que custam mais caro do que os benefícios que trazem para os investidores. Quando o órgão regulador obriga a divulgação de informações que custam mais do que beneficiam os investidores, estes últimos acabam sendo prejudicados, pois os custos excedentes acabam sendo refletidos, de alguma forma, no preço dos valores mobiliários negociados no mercado. Nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* já foi muito criticada por exigir a divulgação de informações que custam muito e beneficiam pouco os investidores. Nesta linha, STIGLER, G. Public Regulation of Securities Markets. **J. Bus.**, n. 37, p. 117, 1964; BENSTON, C. Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934. **Am. Econ. Rev.**, n. 63, p. 132, 1973. Essas críticas são hoje consideradas exageradas, mas ainda servem como alerta para os custos impostos ao mercado pela política de *mandatory disclosure*.