Para: SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 303/2007

De: GER-1 Data: 28/9/2007

Assunto: Recurso contra Entendimento da SRE — OPA por alienação indireta de controle da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga — Processo CVM Nº RJ-2007-11573

Senhor Superintendente,

Trata-se de recurso apresentado por acionistas detentores de ações preferenciais em circulação da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga (DPPI), Refinaria de Petróleo Ipiranga (RPI) e Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (CBPI), contra entendimento desta área técnica, manifestado nos termos do MEMO/SRE/GER-1/Nº 291/2007, de 14/9/2007 (fls. 1009 a 1018 do Processo CVM nº RJ-2007-4022), em especial no que tange às questões suscitadas no laudo de avaliação das companhias.

Alegações dos Recorrentes

1. Tempestividade do Recurso

Esclarecem os Recorrentes que tomaram conhecimento da manifestação da SRE em 14/9/2007. Portanto, tempestivo o Recurso, conforme estabelece a Deliberação CVM nº 463/03.

2. Introdução sobre a Operação

A complexa operação societária anunciada em 19 de março por Petrobras, Braskem e Ultrapar, compreende diversas etapas, as quais incluem ofertas públicas de aquisição de ações, incorporações de ações, reduções de capital e cisões parciais com entregas de ativos para integralização de aumentos de capital.

Como etapa inicial, foi feito o pedido de registro das ofertas públicas de aquisição de ações, obrigatório em função da transferência de controle das companhias do grupo Ipiranga.

Acrescentam os Recorrentes que a verificação do quanto foi pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle se faz mediante a apresentação de demonstração justificada de preço preparada pelo ofertante e, principalmente, por laudo de avaliação preparado por instituição idônea e independente, que obedeça aos ditames da Instrução CVM 361 e forneça subsídios adequados para que o investidor possa tomar a decisão de desinvestir, se for o caso.

Assim, entendem que o direito de alienação conjunta somente terá algum valor para os acionistas minoritários na medida em que o laudo de avaliação considere todas as informações necessárias relacionadas à companhia avaliada e seu mercado, e seja feito de acordo com a boa técnica.

Alegam os Recorrentes que o laudo de avaliação preparado pelo Deutsche Bank Securities Inc. contém equívocos técnicos e conceituais, os quais influenciam suas conclusões de maneira prejudicial aos acionistas minoritários.

3. A CVM e as Avaliações

Do teor da manifestação de entendimento desta SRE, afirmam os Recorrentes que perceberam uma resistência no tocante à discussão das conclusões atingidas pelo avaliador. O entendimento da área técnica a este respeito é claro: "*Ressalta-se que não tem a CVM o poder de alterar a opinião exarada pelo avaliador, desde que devidamente fundamentada.*"

Tal afirmativa parece razoável, desde que, em contra-partida, seja garantida a oportunidade de discussão de cada um dos fundamentos utilizados pelo avaliador, de maneira a confirmar a *devida fundamentação*. Ou seja, se a CVM não pode, por um lado, alterar a opinião do avaliador, por outro, não poderia aceitar laudo de avaliação com erros técnicos que amparem pedido de registro de oferta, como é o caso do laudo ora em discussão.

Segundo eles, erros técnicos são aqueles que decorrem da não-aplicação das regras aceitas pela prática doutrinária para o critério de avaliação adotado pelo avaliador ou mesmo da aplicação de técnica de avaliação que resulte, no caso concreto, em soluções não-acolhidas pela boa prática. Esses erros fazem com que um laudo não atenda aos requisitos impostos pela Instrução CVM 361, e não podem ser sanados meramente com a inclusão de alerta aos interessados dando conta dos erros (ou seja, via *disclosure*).

Assim, alegam que os erros técnicos, portanto, são bastante distintos de simples *divergências de julgamento* – as quais ocorrem quando, a despeito da aplicação da boa técnica pelo avaliador, este encontra solução diversa daquela que poderia ser encontrada por outros avaliadores. Evidentemente, divergências de julgamento representam fenômeno natural e aceitável, e não podem ser condenadas, sem que se comprometa a necessária esfera de julgamento discricionário do avaliador, que deve ter preservada sua independência técnica.

A *discricionariedade* do avaliador não deve ganhar contornos de *arbitrariedade*.

Afirmam que a CVM pode - e deve - ao examinar o Laudo e identificar eventuais falhas, exigir do ofertante e do intermediário que as remedeie, pois, do contrário, o ato de registro de uma oferta pública não transmitiria ao mercado a segurança necessária quanto ao conteúdo da oferta.

Passam os Recorrentes a elucidar cada um dos aspectos do laudo que entendem merecer imediata revisão, sem o que o preço ofertado aos minoritários representaria valor significativamente inferior a 80% (oitenta por cento) do que foi pago aos alienantes do controle.

4. Avaliação da Ultrapar

A Operação em que se inserem as OPA cujo registro ora se questiona apresenta grande nível de complexidade, sendo desenvolvida em diversas etapas. Após a conclusão das OPA, será a vez de a Ultrapar empreender a incorporação das ações das companhias.

A razão que leva os Recorrentes a mencionarem o assunto, ainda em sede de reclamação destinada a questionar as OPA, é simples de se entender: a Ultrapar parece buscar, desde já, respaldo desta CVM para a relação de troca que fará aprovar para a incorporação de ações.

Explica-se: na pág. 3 do Laudo, pode-se ler que "o objetivo do presente laudo é apresentar avaliações de Ultrapar e das Companhias Ipiranga de acordo com os critérios da CVM, refletindo a opinião do Deutsche Bank sobre o valor das empresas avaliadas na data de sua elaboração."

Salientam os Recorrentes que, ao incluir no mesmo laudo as avaliações de Ultrapar e das companhias do grupo Ipiranga para dois propósitos distintos (OPA e incorporação), seria evidente o propósito pretendido pela Ultrapar e referendado pelo Deutsche: que o registro das ofertas possa ser utilizado como demonstrativo da concordância por parte da CVM quanto aos números para os fins da incorporação, que é uma etapa posterior, totalmente independente das OPA em termos do processo de sua aprovação.

5. Avaliação da AM/PM

Alegam as Recorrentes que a avaliação por múltiplos pressupõe a escolha de amostras que sejam significativas do ponto de vista estatístico, para que sejam anulados os efeitos de condições específicas das companhias da amostra. A diversificação seria ainda mais importante se a companhia comparável fosse imperfeitamente comparável. Em circunstâncias em que não é possível se identificar amostras significativas de empresas comparáveis, a avaliação por tal metodologia constitui, como explicado acima, um *erro técnico*, e fere a Instrução CVM 361.

No laudo de avaliação, o Deutsche utilizou amostras significativas de companhias comparáveis em todas as avaliações com base nesse critério, com a única exceção da AM/PM, em que se limitou a compará-la à CBD. Não se poderia constituir uma "amostra significativa" com uma única empresa (nem se apresentar médias, medianas e as demais informações exigidas pela Instrução CVM 361).

No caso específico, ainda que não perfeitamente comparável, certamente a amostra adotada para determinar o beta e a estrutura de capital das operações de distribuição de combustível da CBPI e DPPI é superior à amostra "única" representada pela CBD. Se CBD é a única empresa comparável, na opinião do avaliador, deveria necessariamente ter sido adotado outro método, como, por exemplo, o fluxo de caixa descontado.

O negócio da AM/PM é administrar franquias de loja de conveniência, ao contrário da CBD, que opera diretamente grandes supermercados.

Enquanto a receita da AM/PM decorre principalmente de taxas cobradas dos operadores das lojas, a receita da CBD decorre de uma operação comercial efetiva. Isto significa que a AM/PM não carrega estoques ou faz investimentos em ativo fixo, e seu crescimento é feito praticamente sem nenhum investimento em capital de giro ou ativo fixo, ao contrário da CBD, que precisa investir grandes montantes em estoques, recebíveis e imóveis.

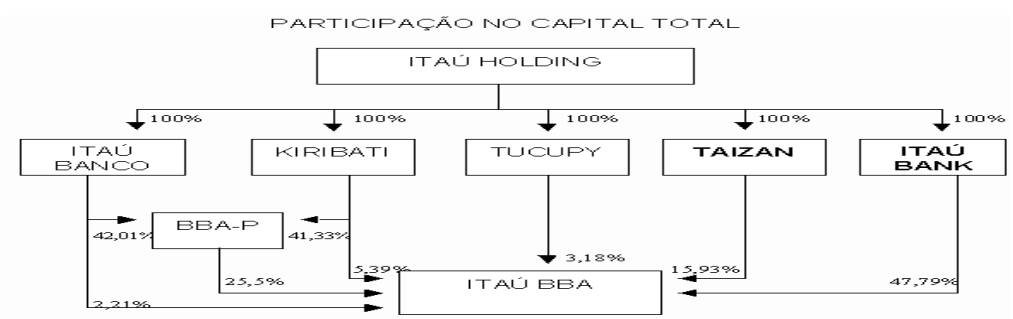
Enquanto a CBD está inserida em um contexto de elevada competição com grandes grupos multinacionais (Carrefour e Wal-Mart), a AM/PM conta com um mercado cativo, dentre milhares de pessoas que freqüentam os postos Ipiranga todos os dias. Se a CBD deseja expandir suas operações, precisa disputar com esses rivais espaços cada vez mais caros e escassos nos grandes centros urbanos. Contraste-se isso com a AM/PM, que ainda tem muito espaço para crescer dentro da própria rede Ipiranga, como reconhecido no próprio laudo (3324 postos que contam com apenas 455 lojas).

O reflexo dessas diferenças de natureza de negócio e perspectiva de crescimento se vê no histórico de crescimento das companhias. O Pão de Açúcar exibiu um crescimento médio anual de receitas de 11,4% a.a. entre 2003 e 2005. No mesmo período, a AM/PM apresentou uma taxa de crescimento orgânico de 19,5%, sendo que uma taxa de crescimento projetada maior implica necessariamente um múltiplo maior.

Entendem os Recorrentes que o avaliador também incorreu em erro técnico ao selecionar a amostra de empresas comparáveis para estimar beta e estrutura de capital alvo para as operações de distribuição de combustíveis da CBPI e da DPPI, selecionando três companhias cujas operações principais são lojas de conveniência, e para quem a distribuição de combustíveis é atividade totalmente secundária.

Afirmam que essas não são conclusões dos Recorrentes, e sim afirmações explícitas da própria administração das companhias supostamente comparáveis à CBPI.

Segundo eles, a amostra acima seria muito mais adequada para avaliar (1) AM/PM do que a amostra composta por uma única empresa que ele utilizou. Caso fosse utilizada a amostra empregada para as operações de distribuição de combustíveis para avaliar a AM/PM, seriam aplicáveis os dados da tabela abaixo:




Utilizando como parâmetro a mediana do índice EV/EBITDA da amostra em questão, chega-se a um valor para a AM/PM de R$352 milhões, um valor 49% superior ao encontrado no laudo.

6. Investimento e Depreciação na Perpetuidade

Na pág. 40 do laudo, na avaliação por fluxo de caixa descontado da atividade de distribuição de combustíveis da CBPI, constata-se que o Deutsche considera que, mesmo na perpetuidade, a CBPI terá que investir US$130m anuais contra uma despesa de depreciação anual de US$83m. O crescimento projetado na perpetuidade é de 3% a.a. em termos reais.

Vale notar que se trata do único fluxo de caixa descontado em que há descasamento entre os valores de investimento e depreciação.

Ressaltam os Recorrentes que a adequação do laudo ficaria ainda mais comprometida ao se constatar que o avaliador considera que a operação de distribuição de combustíveis da DPPI seria capaz de crescer os mesmos 3% a.a. em termos reais, porém com investimento igual à depreciação. A natureza do investimento em distribuição de combustíveis seria idêntica à da CBPI.

Em resposta ao Ofício CVM/SRE/GER-1/Nº1439/2007, o avaliador alegou que " *Como o desembolso se dá no instante inicial, e a depreciação acontece ao longo do tempo, é natural que o valor do investimento seja superior ao da depreciação.*"

Primeiramente, entendem ser evidente que o descasamento aludido pelo autor entre investimento no "instante inicial" e depreciação "ao longo do tempo" seria válido para todas as companhias avaliadas e não somente a CBPI.

Analisando o conceito de "instante inicial" e "ao longo do tempo", entendem que a afirmação acima pode até fazer sentido para o período explícito de projeção (anos de 2007 a 2016), mas não o faz para a perpetuidade. Isto porque a perpetuidade busca refletir todos os fluxos de caixa futuros de uma companhia até um futuro indeterminado.

Dada a contradição da resposta acima com a avaliação das outras companhias apresentadas no próprio laudo, a CVM reiterou seus questionamentos a esse respeito. Na resposta ao Ofício CVM/SRE/GER-1/Nº1428/2007, o avaliador insistiu na mesma linha de defesa tecnicamente inadequada, ao sustentar que : "... *como o investimento se dá em moeda corrente no momento do investimento e a depreciação ocorre ao longo do tempo tendo como*

*origem os valores históricos (portanto não em moeda corrente) há uma diferença entre os montantes do investimento e da depreciação.*"

Ademais, a análise da manifestação de entendimento da SRE (MEMO Nº291/2007) revelaria outros argumentos do avaliador, cujo exame demonstraria, segundo os Recorrentes, novos erros técnicos e até lógicos bastante graves.

Conforme a manifestação de entendimento da SRE objeto deste Recurso, o Deutsche enviou material por fax para subsidiar conferência telefônica realizada em 6/9/2007, do qual constava o seguinte:

> "*Capex > depreciação na perpetuidade não implica que essa diferença remanescerá ad infinitum. O que está implícito é que a empresa atingirá sua maturidade em algum ponto no futuro, além do momento de cálculo da perpetuidade, quando os valores de Capex e depreciação tenderão a ser mais próximos.*"

Do ponto de vista técnico, não se poderia concordar com a afirmação do avaliador de que a perpetuação de uma diferença entre CAPEX e depreciação não implica em penalizar o fluxo de caixa da companhia para sempre, que haveria "algum ponto no futuro" no qual a diferença se reduziria. Não há qualquer subsídio teórico ou mesmo matemático para a afirmativa do Avaliador.

A fórmula da perpetuidade, matematicamente, nada mais é do que uma soma de uma progressão geométrica convergente (i.e., com razão da progressão "q" submetida à condição -1< q < 1). Se o investimento é maior do que a depreciação, o numerador dessa expressão (o fluxo de caixa livre da perpetuidade) é reduzido. Como o denominador (diferença entre WACC e crescimento) permanece constante, o efeito matemático da fórmula da perpetuidade é o de reduzir a soma de todos os termos da progressão geométrica (i.e., o valor presente dos fluxos de caixa posteriores à data da perpetuidade) igualmente e para sempre.

O erro de julgamento consiste na afirmação do banco que *"a empresa atingirá sua maturidade em algum ponto do futuro, além do momento de cálculo da perpetuidade"*. Os Recorrentes discordam dessa afirmação, e acreditam que está implícito no laudo que a empresa já atingiu a maturidade algum tempo antes da perpetuidade.

Veja-se o que diz a doutrina da Teoria de Finanças a respeito das características de uma companhia madura, e que portanto pode ser submetida à técnica da perpetuidade:

*"...a técnica do valor da perpetuidade depende das seguintes premissas:*

- *A empresa obtém margens constantes, mantém um giro constante de capital e, portanto, obtém um retorno constante sobre o capital investido existente.*
- *A empresa cresce a uma taxa constante e investe nos negócios a mesma proporção do fluxo de caixa bruto a cada ano.*
- *A empresa obtém um retorno constante sobre todos os novos investimentos."* (2)

Analisando as páginas 41 e 42 do laudo, mostra-se que a partir de 2012 a companhia passa a manter o *market share*, apresenta margens muito similares e preserva o giro de capital. Estes são indícios de que a companhia atingiu a maturidade, e, portanto contradiriam a afirmativa do próprio avaliador.

Se de fato a companhia ainda não atingiu a maturidade em 2016, então o avaliador não poderia perpetuar o fluxo de caixa nessa data. Recorrendo-se novamente ao autor citado:

> "*o período de projeção explícita deve ser longo o suficiente para permitir que, ao seu final, a empresa atinja estabilidade nas suas operações."*(3)

Outra alegação do Avaliador é que parte do valor do investimento de CBPI diz respeito a financiamentos a clientes, que não são sujeitos a depreciação. De fato, tais empréstimos não depreciam, mas são quitados em prazo médio de 3 anos, conforme afirmativa do próprio avaliador à pág. 89 do Laudo. Ao considerar esse financiamento na perpetuidade sem a quitação correspondente (o que anularia todos seus efeitos), o Avaliador está efetivamente afirmando que a CBPI estará fornecendo recursos financeiros a fundo perdido a seus clientes, sem expectativa de recebê-los de volta.

Outra questão importante: como o Avaliador explica a diferença entre as premissas de investimento líquido para CBPI e DPPI, sendo que ambas atuam na mesma operação? Segundo a área técnica desta CVM, em afirmativa extraída da pág 3 do mesmo documento, a justificativa seria a seguinte:

> "*o avaliador considera que a DPPI já alcançou sua maturidade, e que os investimentos que venha a fazer serão apenas para a manutenção de seu market share, e que, por isso, não faria investimentos que justifiquem diferença de valores entre ´Depreciação´ e ´Investimento´ em seu cálculo de FCD.*"

Conforme alegam os Recorrentes, tal argumento pode até justificar uma diferença entre o investimento líquido de CBPI e DPPI no período de 2007 a 2011, quando, segundo o laudo, a CBPI estaria investindo para ganhar participação no mercado. No entanto, à época da perpetuidade, o laudo projeta que CBPI já estará a seis anos com a mesma participação de mercado (vide pág. 41 do Laudo). Assim, à época da perpetuidade não se pode justificar um investimento superior à depreciação para a CBPI com base em investimentos para ganho de *market share* – a companhia está há seis anos crescendo com o mercado, já tendo também atingido sua maturidade.

O avaliador, em seguida, lança mão de exemplos extraídos do livro " *The Dark Side of Valuation*", do Damodaran. Entendem que a simples escolha dessa obra para respaldar seu entendimento mostraria a falta de transparência do avaliador no processo.

Explica-se: o livro em questão foi preparado para auxiliar a análise de casos muito específicos – empresas de tecnologia, que muitas vezes apresentam elevadíssimo crescimento, curto histórico operacional, histórico de prejuízos, e uma série de outras peculiaridades que nada tem a ver com a operação de distribuição de combustíveis da CBPI.

Analise-se o seguinte trecho, extraído da apresentação constante da contracapa do livro em questão:

> "*Empresas de tecnologia têm aumentado muito em importância, mas os investidores e analistas se deparam com desafios inéditos em avaliá-los. Em "O Lado Negro da Avaliação de Empresas", um dos maiores experts mundiais em avaliação de empresas analisa todas as metodologias atuais, demonstrando exatamente como adaptar técnicas tradicionais a fim de minimizar riscos e maximizar retornos.*
>
> *Aswath Damodaran começa com uma visão geral da mudança dramática do mercado em direção a ações de tecnologia – especificamente ações de novas tecnologias. Ele então identifica os princípios e técnicas-chave de avaliação, demonstrando-os por*

*meio de cinco estudos de caso que abrangem o ciclo de vida completo de uma empresa de tecnologia: Amazon.com, Ariba, Cisco, Motorola e uma start-up pronto para o IPO*"(4)

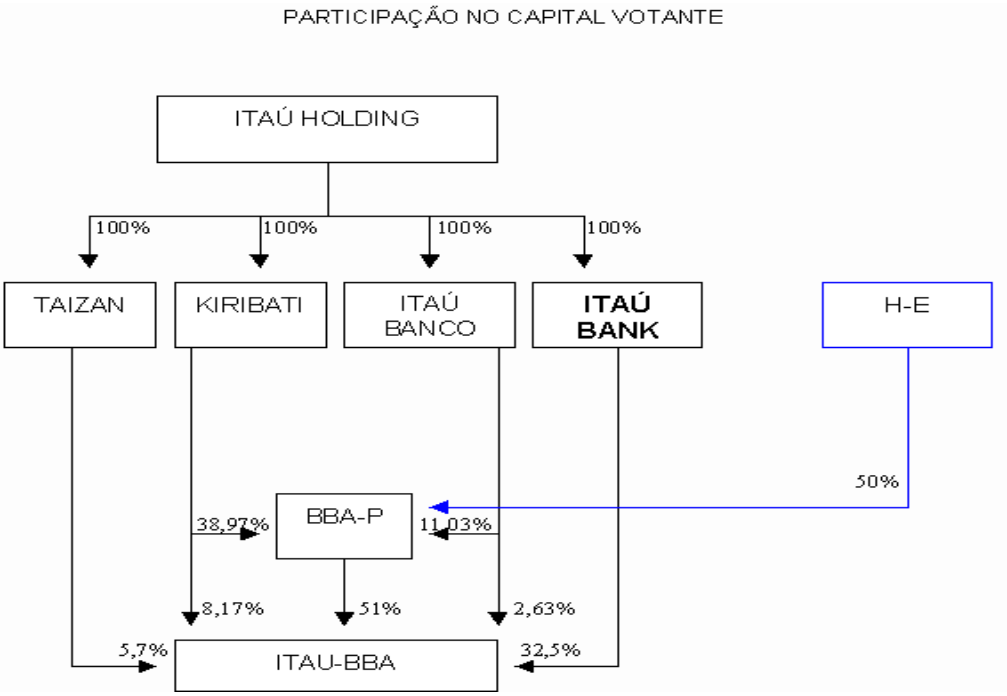
Se o avaliador tivesse adotado a teoria tradicional do próprio Damodaran, teria concluído que existem relações rígidas entre investimento e depreciação na perpetuidade.

Assim, a área técnica da CVM analisou as obras do Damodaran e concluiu que, embora não exista regra que obrigue os valores da depreciação e investimentos a se anularem sempre em todas as perpetuidades, uma possível diferença entre investimento e depreciação "*será função do nível de crescimento ou de expectativa da companhia avaliada. Assim, os cálculos do capex líquido não devem ser dissociados da análise de crescimento no futuro*", conforme trecho da Manifestação de Entendimento da SRE.

Os Recorrentes, em investigação própria, chegaram à mesma conclusão que a área técnica da CVM a respeito de uma relação entre CAPEX líquido e crescimento futuro. No livro "*Investment Valuation*", também do Damodaran, o seguinte trecho trata de investimento líquido:

"*enquanto investimentos de capital podem ser muito superiores à depreciação na fase inicial de elevado crescimento, a diferença deve se reduzir na medida em que a firma entre na fase de crescimento estável*"(5)

Ficaria claro que existe uma ligação entre investimento líquido e taxa de crescimento. Quanto maior o crescimento, maior a diferença aceitável entre investimento e depreciação. Contraste-se esta conclusão com o gráfico abaixo, produzido a partir das premissas de crescimento e investimento líquido constantes do laudo:




Se, nos cinco últimos anos do fluxo de caixa, a CBPI consegue crescer a uma taxa média de 4,4%, investindo em média US$41m acima da depreciação, por que na perpetuidade precisaria investir US$47m a mais do que a depreciação (investimento líquido 14,8% superior ao dos anos 2012-2016) para apresentar um crescimento real de 3% aa (32% inferior ao crescimento real dos anos citados)?

Os Recorrentes também buscaram a outra fonte no que toca à questão do investimento líquido de depreciação na perpetuidade. O manual " *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*", de autoria de profissionais da consultoria internacional McKinsey & Co. aborda a questão de um ângulo ligeiramente diferente, mas chega à mesma conclusão. Vejam-se os trechos a seguir:

"*se o crescimento projetado na perpetuidade é menor do que o crescimento do período de projeção explícita (como costuma acontecer) então a proporção do NOPLAT que precisa ser investido para atingir o crescimento deve se reduzir também*"(6)

*"O crescimento projetado na perpetuidade costuma ser menor do que aquele do período de projeção explícita, logo o montante do investimento deve ser uma parcela proporcionalmente menor do NOPLAT*(7)

Os autores defendem, portanto, que uma redução na taxa de crescimento deve vir acompanhada de uma redução proporcional na relação entre investimento líquido de depreciação e NOPLAT. Como o gráfico abaixo demonstra, o laudo não respeitaria esse princípio.

Do ano de 2016 para a perpetuidade, a taxa de crescimento real se reduz de 4,4% para 3,0% aa, uma redução de 31%. No entanto, a relação entre investimento líquido e NOPLAT cai de 51% para 46%, uma redução de apenas 10%. Claramente a redução no crescimento não foi acompanhada de uma redução proporcional na razão entre investimento líquido e NOPLAT.

Finalmente, concluem que se o Avaliador tivesse aplicado para CBPI o mesmo critério que aplicou para todas as companhias e considerasse investimento igual à depreciação na perpetuidade, o valor da CBPI aumentaria em cerca de R$480m (aumento de 16% no valor do laudo). Isto também provocaria efeitos de R$101m para DPPI (aumento de 7,3% no valor do laudo) e de R$63m em RIPI (aumento de 3,9% no valor do laudo).

7. Conclusão dos Recorrentes e Pedidos

Salientam que, embora não possa esta CVM agir de forma a comprometer a necessária independência técnica de que devem ser dotadas as instituições responsáveis pela preparação de laudos de avaliação que respaldam ofertas públicas de aquisição, decorrentes de alienações de controle, por outro lado, isto não deve servir para afastar a possibilidade de questionamento e revisão de falhas técnicas graves que sejam encontradas.

As explicações apresentadas pela Ultrapar e pelo Deutsche, longe de atender aos pedidos encaminhados por esta CVM e pelos Recorrentes, demonstram que o laudo de avaliação não representa uma peça que tornaria possível aos ofertados de CBPI, DPPI e RPI tomar uma decisão informada de desinvestimento.

Assim, os Recorrentes e pedem a esta CVM que:

i. com relação às OPA de RPI e DPPI, determine a revisão e alteração do Laudo, de forma a incluir o valor revisado de CBPI, dada a enorme relevância de CBPI para a determinação do valor de RPI e DPPI. Alternativamente, caso esta CVM não entenda ser cabível a revisão dos pontos do Laudo discutidos acima, que sejam então alterados o Laudo e o Edital de Oferta, de maneira a esclarecer ao mercado que não houve, por parte da CVM, revisão de tais pontos;

ii. com relação à OPA de CBPI, determine ao avaliador que corrija os erros técnicos encontrados no Laudo e apresentados neste Recurso (AM/PM e Investimento v. Depreciação na perpetuidade), e, em seguida, determine a imediata revisão do Laudo, de forma a eliminar suas inconsistências e demonstrar, de forma adequada sob o ponto de vista técnico, aos ofertados, a correta referência de valor aplicável às Companhias. Alternativamente, caso não entenda ser cabível a revisão de tais pontos, que seja então determinada a alteração do Laudo e do Edital de forma a que conste menção expressa ao fato de que tais questões, conforme expressas no Laudo, não foram revisadas pela CVM;

iii. com relação a todas as OPA, no que toca às seções referentes à avaliação da Ultrapar, seja determinado à Ofertante que (i) retire, do Laudo, qualquer menção à avaliação de Ultrapar, ou (ii) insira, no Edital, declaração no sentido de que o registro da OPA não representa qualquer entendimento da CVM relacionado ao resultado da avaliação de Ultrapar (conforme a redação apresentada a título exemplificativo anteriormente).

Nossas Considerações

1. Questões Preliminares

Cabe salientar que o item I da Deliberação CVM nº 463 viabiliza o recurso de decisão proferida pelos Superintendentes da CVM por interessado.

Pela argumentação, poder-se-ia considerar que os Recorrentes são interessados na conseqüência da presente oferta, ou seja, na incorporação que ocorrerá em momento seguinte, com o agravante de se utilizar o mesmo laudo ora em análise.

No entanto, sendo as ofertas públicas de aquisição de ações por alienação de controle dirigidas exclusivamente aos acionistas titulares de ações ordinárias em circulação, a nosso ver, somente estes teriam legitimidade para recorrer de decisão tomada no âmbito de tais ofertas.

Vale ainda ressaltar que a interposição de recurso por parte ilegítima pode sim levar ao prejuízo dos verdadeiros destinatários da OPA, tendo em vista a elevação do tempo decorrido entre a conclusão da compra da companhia e a realização da oferta aos minoritários.

No início do processo, parte dos Recorrentes era titular de ações ordinárias de CBPI, como se depreende da lista de acionistas enviada pela ofertante, com base nos dados de 25/4/2007 (fls. 138 a 195 do Processo CVM nº 2007-4022).

No entanto, ao interpor o recurso, em 21/9/2007, os Recorrentes não mais fazem parte dos destinatários das ofertas públicas, conforme apresentado às fls. 3 do Processo CVM nº 2007-11573.

Não obstante o acima exposto, com fundamento no item IV da Deliberação CVM nº 463, uma vez que as observações dos Recorrentes podem contribuir para a transparência dos processos de OPA analisados por esta área técnica, examinaremos o mérito do recurso nas seções subseqüentes.

Antes disso, cremos necessário tecer alguns comentários sobre dois pontos aventados pelos Recorrentes.

O primeiro diz respeito ao papel do laudo de avaliação nas OPA por alienação de controle. Conforme explicitado no MEMO nº 292/2007, discordamos da afirmação dos Recorrentes de que "a verificação do quanto foi pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle se faz mediante a apresentação de demonstração justificada de preço preparada pelo ofertante e, principalmente, por laudo de avaliação..."

Assim, entendemos que o laudo, nessa modalidade de oferta, tem o papel primordial de fornecer ao acionista a informação indicativa do valor da companhia e, portanto,auxiliar no seu processo de decisão refletida e consciente de adesão à OPA.

No entanto, conforme demonstramos no referido MEMO, nos casos de OPA por alienação indireta de controle, o laudo de avaliação ganha nova função, a de viabilizar a realização de testes de consistência da participação da companhia indiretamente controlada no valor pago pela sua controladora.

O segundo ponto remete à segurança do conteúdo da OPA. Por óbvio que a CVM atua no sentido de requisitar melhorias nas informações constantes dos documentos disponibilizados em processo de ofertas públicas, mas sem perder o foco na transparência. Sabe-se que há uma fronteira tênue, mas não deve a CVM substituir a atuação dos administradores das companhias, dos ofertantes, nem, muito menos, o papel desempenhado pelo avaliador.

A própria Instrução CVM nº 361 indica, em seu art. 11, § 1º, o que se segue:

> "Da publicação do instrumento da OPA constará, ainda, se for o caso, a data do deferimento do pedido de registro da OPA na CVM, com a informação, em destaque, de que o deferimento do pedido de registro da OPA não implica, por parte da CVM, garantia da veracidade das informações prestadas, julgamento sobre a qualidade da companhia objeto ou o preço ofertado pelas ações objeto da OPA."

2. Avaliação da Ultrapar

Inicialmente, cabe corrigir a menção feita pelos Recorrentes à página 3 do laudo que, ao invés de citar que "o objetivo do presente laudo é apresentar avaliações de Ultrapar e das Companhias Ipiranga
de acordo com os critérios da CVM , refletindo a opinião do Deutsche Bank sobre o valor das empresas avaliadas na data de sua elaboração", ressalta que "o objetivo do presente Laudo de Avaliação é apresentar avaliações da Ultrapar e do Grupo Ipiranga de acordo com os critérios exigidos pela CVM , refletindo a opinião do Deutsche Bank sobre o valor das empresas avaliadas na data de sua elaboração", conforme disposto no art. 8º, § 3º e Anexo III, da Instrução CVM nº 361.

Ademais, ficou evidenciado que o laudo serviria de base para a oferta de compra obrigatória relacionada com a aquisição pela Ultrapar do controle do Grupo Ipiranga e para a subseqüente incorporação das ações de CBPI, DPPI e RIPI, conforme consta na página 2 do laudo.

É importante salientar que a análise constante do presente processo se ateve às companhias envolvidas no processo de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle, não se discutindo, nessa primeira etapa, as condições da futura incorporação.

Assim, para que não gerasse quaisquer dúvidas sobre a atuação da CVM nessa primeira etapa das ofertas públicas, entendemos que seria conveniente a exclusão da avaliação da Ultrapar e de qualquer outra companhia que não se relacione às avaliações de DPPI, RPI e CBPI, companhias-objeto das ofertas.

Entretanto, uma vez que as ofertas de DPPI e RPI já foram registradas com o laudo com seu inteiro teor, cremos de menor prejuízo a inclusão, no Edital da OPA, em destaque, de alerta de que somente as avaliações de DPPI, RPI e CBPI foram objeto de análise por esta CVM, para efeitos das ofertas públicas devidas em função do art. 254-A da Lei nº 6404/76. Assim, caso persistam as dúvidas sobre as avaliações das companhias envolvidas na futura incorporação, as mesmas poderão ser objeto de análise no foro adequado.

3. Avaliação da AM/PM

Nesse ponto, são duas as questões levantadas: não-representatividade da amostra e não-utilização de companhias efetivamente comparáveis.

Manifesta-se o avaliador em 17/7/2007, alegando que a CBD seria a companhia negociada no mercado nacional que mais se assemelha à AM/PM, em função das características de negócios, produtos comercializados, perfil de crescimento e margens.

Ademais, no que tange ao crescimento da rede AM/PM, ressalta o avaliador que sua perspectiva de crescimento futuro é limitada ao crescimento da rede de postos.

Por fim, entende que, ao tentar comparar a rede com Lojas Renner, Lojas Americanas e Submarino, como se extrai do teor das petições anteriores dos Recorrentes, incorrem em equívoco, já que essas companhias estariam focadas no comércio de itens diversos da rede: roupas, brinquedos, eletrônicos, e, ainda, utilizam-se de meio diverso de venda: a *internet*.

Assim, consta do laudo de avaliação:

> "*Dentre as empresas com capital em bolsa, a CBD é a empresa que melhor espelha o perfil de negócio da AM/PM.*
>
> (...)
>
> *As vendas da CBD e AM/PM são primordialmente alimentos e bens de consumo (mercearia e perecíveis supera 70% das vendas do CBD). Nos últimos 5 anos, o crescimento médio ponderado das vendas da CBD foi de 11,4% e do EBIT foi 12,0%.*"

É importante ressaltar que o ideal é que a avaliação por múltiplos seja feita, utilizando-se de uma amostra (parte de um universo) representativa.

No entanto, o próprio Damodaran (8) ressalta que a escolha da amostra não é tarefa das mais fáceis. " *Embora a prática convencional seja analisar empresas pertencentes ao mesmo segmento ou negócio, nem sempre essa é necessariamente a forma mais correta ou a melhor de identificar essas empresas. Além disso, por mais cuidadosos que sejamos na escolha das empresas comparáveis, as diferenças permanecerão entre a empresa objeto da avaliação e as comparáveis. Descobrir como controlar essas diferenças é parte crucial da avaliação relativa*".

Assim, tendo o avaliador entendido que o método da avaliação por múltiplos era o mais adequado para a rede AM/PM, de acordo com o art. 8º, § 3º, inciso III, da Instrução CVM nº 361, a melhor técnica recomendaria a apresentação de testes de consistência do valor encontrado, uma vez que fez uso de uma única empresa como comparável.

Não obstante, com os dados apresentados no laudo de avaliação, pode o investidor, destinatário da OPA por alienação de controle, fazer suas próprias contas, caso entenda que a metodologia do avaliador não o satisfaz, podendo chegar ao valor da companhia, que julgue mais próximo da realidade, tomando a decisão de desinvestir ou não de forma consciente e refletida.

Em suma, não conseguimos identificar com tanta clareza como os Recorrentes que estaríamos diante de um erro técnico, dada a ausência de critério objetivo para tal caracterização.

Já no que concerne à amostra utilizada para cálculo do beta de CBPI e não na avaliação por múltiplos da AM/PM, consta do laudo:

> *"O beta da Ultrapar é o observado e o beta das empresas do Grupo Ipiranga consiste no beta de empresas que representam cada setor em relação ao S&P500. Baseado em 2 anos de dados semanais. Para CBPI e DPPI utilizou-se Pantry Inc., Casey's General Stores, Alimentation Couche Tard Inc.. Para a Copesul e IPQ utilizou-se a Copesul, Braskem, Suzano Petroquímica, Petroquímica União, BASF e Nova Chemicals. (fonte: Bloomberg em 18 de fevereiro de 2007)*
>
> *(...)*
>
> *A Pantry Inc., a Casey's General Stores, e a Alimentation Couche Tard Inc. são empresas cuja atividade principal é a atividade de distribuição de combustíveis (77%, 71% e 58% das vendas de 2006 respectivamente). A atividade de lojas de conveniência é uma atividade importante mas secundária e totalmente dependente da atividade de distribuição de combustíveis."*

Além disso, esclarece o avaliador, na petição de 15/8/2007 (fls. 699 do Processo CVM nº RJ-2007-4022), que a escolha das referidas empresas ocorreu por serem distribuidoras de combustíveis e operadoras de redes de lojas de conveniência. A venda de combustíveis corresponde à parcela mais representativa de suas operações. A empresa Pantry possui receita líquida de US$ 6 bilhões, dos quais US$ 4,6 bilhões (ou 77%) são provenientes da venda de combustíveis (conforme relatório 10-k de 28/9/2006 em www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm).

Traz, ainda, a explicação para o uso das demais companhias.

Desse modo, entendemos justificada a escolha feita pelo avaliador, qual seja, de não utilizar as referidas companhias para cálculo da avaliação da rede AM/PM.

4. Perpetuidade: investimento líquido e crescimento

Nesse ponto, cabe uma reflexão inicial acerca da detecção de erros técnicos nos laudos de avaliação.

Somos remetidos ao início da análise desse processo e, à época, os Recorrentes eram categóricos ao afirmar que a diferença entre os valores de investimentos e depreciação na perpetuidade era um erro na aplicação dos métodos de avaliação.

No presente recurso, a diferença dos valores de investimento e depreciação passou a ser uma alternativa que, no entender dos Recorrentes, não seria a mais correta, mas possível, como se depreende das alegações abaixo transcritas:

*"Os Recorrentes, em investigação própria, chegaram à mesma conclusão que a área técnica da CVM a respeito de uma relação entre CAPEX líquido e crescimento futuro.*

*(...)*

*Ficaria claro que existe uma ligação entre investimento líquido e taxa de crescimento. Quanto maior o crescimento, maior a diferença aceitável entre investimento e depreciação."*

Não obstante, analisaremos a seguir a diferença de tratamento dado à DPPI e à CBPI, quanto ao grau de investimento e crescimento na perpetuidade.

Entendem os Recorrentes que, se consegue o avaliador explicar a utilização de diferença nos valores de depreciação e investimento, utilizando-se da taxa de crescimento adotada para a perpetuidade, perde consistência a avaliação da DPPI.

Desde o princípio, o avaliador sustenta que, apesar de atuarem no mesmo ramo, há diferenças significativas nas duas companhias. Enquanto a CBPI estaria em expansão, para a DPPI, a "participação de mercado deve ficar aproximadamente constante porque a DPPI é uma empresa líder no mercado em que atua e sua participação de mercado na área relevante (RS e SC) já é elevada, estando por volta de 35%. Nacionalmente, a DPPI reduziu sua participação de mercado de 2,9% em 2001 para 2,6% em 2005 segundo a ANP (fls. 352 do Processo CVM nº RJ-2007-4022)".

E mais: "em específico, a CBPI, que opera em uma região cujo crescimento deriva principalmente do ingresso de novos consumidores na base de serviços, é obrigada a expandir sua base de ativos através de investimentos na ampliação da capacidade e melhorias nos postos existentes e na abertura de novos postos para poder capturar esse crescimento. Ressalte-se que a avaliação prevê um crescimento de 3% ao ano perpetuamente, o que, no caso da CBPI, representa, dadas as premissas adotadas, cerca de 600.000 $m^3$ de combustível/ano (equivalente a um faturamento incremental de R$ 1,6 bilhões)" (p. 700 do Processo CVM nº RJ-2007-4022).

Já para a DPPI, isso não ocorreria devido ao fato de que esta sociedade opera em região em que os produtos e os serviços já possuem um alto grau de penetração, de tal forma que as empresas crescem seus volumes de venda de acordo com o aumento da demanda do mercado e pela maior produtividade de seus ativos, sem que haja necessidade de investimentos idênticos aos da CBPI (p. 701 do Processo CVM nº RJ-2007-4022).

Com relação ao conceito de perpetuidade, concordamos com os Recorrentes de que a alegação do avaliador de que a perpetuidade não reflete todos os fluxos da companhia no futuro não deveria prosperar, pois, se a CBPI não atingiu a maturidade no ano 2016, deveria o avaliador estender sua projeção até atingi-la, perpetuando o fluxo a partir de então.

Já no que tange à relação entre taxa de crescimento e de reinvestimento na perpetuidade, cabe esclarecer que tal relação está baseada na equação abaixo:

g = ROC x Taxa de reinvestimento,

sendo: g = taxa de crescimento e ROC = rentabilidade sobre capital investido.

Vale, ainda, destacar que a presente questão foi objeto de exigência constante do Ofício 1703/2007 (fls. 1027 e 1028 do Processo CVM nº RJ-2007-4022), o qual não foi respondido até a presente data:

*"No que tange à análise do laudo de avaliação da companhia, solicitamos que sejam inseridos os esclarecimentos enviados por fax no dia 6/9/2007, bem como as planilhas de cálculo de Investimentos e Depreciação, as fontes acadêmicas que balizam o entendimento do avaliador e o cálculo da taxa de reinvestimento."*

Assim, sustentam os Recorrentes "que uma redução na taxa de crescimento deve vir acompanhada de uma redução proporcional na relação entre investimento líquido de depreciação e NOPLAT [*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes* (lucro operacional líquido menos impostos)]."

Mais uma vez, resta dúvida sobre a alegação de que necessariamente a redução deve ser proporcional, uma vez que se deve também verificar se a rentabilidade sobre o capital investido permanece constante no período de projeção e na perpetuidade. Desse modo, podemos afirmar tão-somente que, em regra, as reduções devem ser proporcionais para manter a rentabilidade constante, mas que as exceções também devem ser apreciadas.

Somente se o avaliador não justificar adequadamente uma eventual redução no "ROC", podemos afirmar que a queda em "g" deve indicar uma redução proporcional na taxa de reinvestimento, o que caracterizaria um erro técnico.

Além disso, observa-se que os Recorrentes não apresentaram a comparação entre o período integral de projeção e a perpetuidade, mas sim, entre os últimos quatro anos do período de projeção e a perpetuidade, podendo não atingir o resultado tecnicamente mais adequado.

Conclui-se que, nesse ponto, dependemos da manifestação final do avaliador, em resposta ao Ofício 1703/2007, para podermos identificar se estamos diante de um erro técnico objetivo ou se a explicação do avaliador atenderia aos requisitos previstos na Instrução CVM nº 361.

5. Questão Adicional

O presente item surgiu da análise deste recurso e cremos que mereça ser discutido no âmbito do Colegiado.

Trata-se da eventual dificuldade de responsabilização de uma instituição avaliadora sediada fora do Brasil: Deutsche Bank Securities Inc.

No entanto, haja vista que o Anexo III da Instrução CVM nº 361 exige a indicação de todos os profissionais envolvidos na elaboração do laudo e que, conforme consta das páginas 7 e 8, o grupo estaria baseado em Nova Iorque e São Paulo, liderados pelo Sr. Ian Reid, responsável pela elaboração do referido Laudo. Assim, para o presente caso, havendo o envolvimento dos profissionais sediados no Brasil, entendemos mitigada a questão, uma vez atraída a responsabilidade do banco aqui no Brasil, pelos atos de seus empregados.

No entanto, resta a questão: o avaliador, pessoa jurídica de que trata o art. 8º da Instrução CVM nº 361, deve ser empresa sediada no país?

Conclusão

Cabe insistir em afirmar que não nos afastamos do dever de questionar os pontos abordados em todos os documentos que sustentam uma oferta pública de aquisição de ações e que buscamos primar pela qualidade da informação disponível ao seu público-alvo.

Dessa forma, somos levados a discordar dos Recorrentes de que as "explicações apresentadas pela Ultrapar e pelo Deutsche, longe de atender aos pedidos encaminhados por esta CVM e pelos Recorrentes, demonstram que o laudo de avaliação não representa uma peça que tornaria possível aos ofertados de CBPI, DPPI e RPI tomar uma decisão informada de desinvestimento."

Para tanto, basta avaliar a qualidade informacional do primeiro laudo apresentado a esta CVM e o atualmente disponível. Cremos, inclusive, no aperfeiçoamento da qualidade do documento, resultado de nossas últimas exigências, ainda não-satisfeitas.

Isto posto, propomos a manutenção do entendimento anteriormente manifestado, haja vista a ilegitimidade dos Recorrentes, por não serem destinatários das ofertas públicas, restando inalterada a avaliação da rede AM/PM, dada a ausência de critério objetivo para a caracterização de erro técnico e, quanto à avaliação da CBPI, deve-se aguardar a manifestação do avaliador em resposta ao Ofício 1703/2007.

Já no que concerne à divulgação da informação de que o laudo de avaliação da Ultrapar não foi objeto de análise por parte desta CVM, entendemos conveniente sua inclusão no Edital da OPA, de modo a esclarecer ao mercado que a CVM, ao examinar os processos de incorporação subseqüentes, pode fazer novas exigências em relação aos laudos que os fundamentam.

(Original assinado por)

Flavia Mouta Fernandes

Gerente de Registros - 1

Ao SGE, mantenho a decisão recorrida, com fundamento na posição da GER-1, constante deste MEMO, e solicito o envio do presente Processo ao Colegiado da CVM, para sorteio de relator.

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

(1) *The Pantry: "Somos a cadeia independente de lojas de conveniência líder no Sudeste dos Estados Unidos e a terceira maior cadeia independente de lojas de conveniência no país em termos de número de lojas, com 1642 lojas em onze estados em 28/06/2007. Nossas lojas oferecem uma seleção ampla de mercadorias, gasolina e produtos e serviços auxiliares com o objetivo de apelar para as necessidades de conveniência de nossos clientes."(livre tradução do inglês)*

*Fonte: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/915862/000119312507173905/d10q.htm*

*Alimentation Couche-Tard: "Nós somos os líderes da indústria canadense de lojas de conveniência . Somos o segundo maior operador de lojas de conveniência na América do Norte (integradas ou não com empresas de petróleo) em termos do número de lojas. Em 29/04/2007, nossa rede consistia de 5513 lojas de conveniência, 3413 dos quais incluem a venda de combustíveis, localizados em nove mercados geográficos amplos, incluindo três no Canadá e seis nos Estados Unidos, cobrindo 29 Estados americanos."(livre tradução do inglês)*

*Fonte: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1081825/000120445907001100/couchetard40f.htm*

*Casey's General Stores: " Nós derivamos nossas receitas da venda em varejo de comida (incluindo comidas frescas tais como pizzas, rosquinhas e sanduíches) e produtos não alimentícios (incluindo produtos de beleza e saúde, produtos de tabaco, itens automotivos e gasolina) por lojas corporativas e da venda no atacado de algumas mercadorias e gasolina a lojas franqueadas."* (livre tradução do inglês)

*Fonte: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/726958/000119312507147153/d10k.htm#tx42425_9*

(2) Tom Copeland, *Avaliação de Empresas: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas* , São Paulo: Makron Books, 2000, pág. 263.

(3) Copeland, 2000, pág. 263.

(4) Em livre tradução do inglês.

(5) Pág 225. Em livre tradução do inglês.

(6) Pág. 277. Em tradução livre do inglês.

(7) Pág. 295. Em tradução livre do inglês.

(8) Damodaran, Aswath. *Avaliação de Empresas*, São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007, p. 172.

Para: COL MEMO/SRE/GER-1/Nº 308/2007

De: SRE/GER-1 Data: 3/10/2007

Assunto: Recurso contra Entendimento da SRE — OPA por alienação indireta de controle da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga — Processo CVM Nº RJ-2007-11573

Senhores Diretores,

Referimo-nos ao MEMO/SRE/GER-1/Nº 303/2007 (MEMO), relativo ao recurso apresentado por acionistas detentores de ações preferenciais em circulação da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga (DPPI), Refinaria de Petróleo Ipiranga (RPI) e Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (CBPI), contra entendimento desta SRE.

A propósito, apresentamos o presente aditamento ao MEMO, tendo em vista que: (i) o referido documento previa a necessidade da manifestação final do avaliador, em resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1703/2007, para que esta SRE pudesse concluir se o Laudo atende ao disposto na Instrução CVM nº 361/02; e (ii) em 1 e 3/10/2007, a Ultrapar Participações S.A. (Ofertante) protocolou expedientes, contendo a referida manifestação do avaliador.

Preliminarmente, cabe ressaltar que a Ofertante não recorreu da decisão desta SRE quanto à elevação do preço a R$ 64,43, por ação ordinária de CBPI em circulação, a ser pago aos minoritários no âmbito da OPA, para fins do cumprimento do art. 254-A da Lei nº 6404/76.

Quanto ao item "3. Avaliação da AM/PM" da seção "Nossas Considerações" do MEMO, o avaliador considerou inapropriada a avaliação por fluxo de caixa projetado descontado ao valor presente. Uma avaliação por fluxo de caixa descontado implica na premissa que a empresa tem capacidade de executar a estratégia que maximiza seu valor de forma independente, o que argumenta não ser verdade no caso da AM/PM.

Acrescenta que outro fator crítico na elaboração de projeções para a AM/PM seria estimar quantos dos revendedores da CBPI estariam interessados em abrir lojas de conveniência em seus postos de gasolina, e qual seria o impacto nas margens consolidadas da AM/PM, e que, assim, diante de um negócio cujo plano de ação não é necessariamente baseado em decisões econômicas próprias, entende que a elaboração de projeções e a avaliação econômica com base em fluxo de caixa descontado demandaria o arbitramento de inúmeras premissas, de difícil fundamentação.

Esclarece que, como é usual em avaliações de empresas, utilizou o método do fluxo de caixa descontado para as empresas de maior relevância dentro do Grupo Ipiranga e optou pela avaliação por múltiplos para as demais, por entender que a elaboração de um fluxo de caixa detalhado estaria sujeito a elevado grau de imprecisão, além de não agregar qualidade ao resultado final.

Por esse motivo, diz que avaliou por fluxo de caixa descontado a Copesul, IPQ, CBPI Operacional e DPPI Operacional, as quais representam aproximadamente 90% do valor do Grupo Ipiranga, mas que, especificamente pelo fato de a AM/PM corresponder a menos de 6% do valor consolidado da CBPI, sua avaliação foi feita mediante a aplicação do múltiplo da CBD, o que contribuiu para evitar arbitramentos e para representar a melhor estimativa de valor para a AM/PM.

Sobre o uso de uma única empresa como parâmetro de valor para aplicação da regra de múltiplo, argumenta que tal procedimento não fere a Instrução CVM nº 361/02, e acrescenta que a estimativa de valor da AM/PM foi baseada no múltiplo de valor da CBD por considerar que a qualidade da análise de valor baseada em múltiplos não depende necessariamente de uma amostra estatisticamente grande, mas de sua aderência ao ativo analisado, o que verificou ser o caso da CBD.

Contrariamente à alegação feita pelos recorrentes de que a AM/PM ainda teria muito espaço para crescer dentro da própria rede Ipiranga, como reconhecido no próprio laudo (3324 postos que contam com apenas 455 lojas), diferentemente da CBD, que está inserida em um contexto de elevada competição com grandes grupos multinacionais, o avaliador alega ser enganoso tal entendimento.

Argumenta que não basta à AM/PM querer que todos os postos do Grupo Ipiranga estarão à sua disposição para implantação de uma franquia, uma vez que os mesmos pertencem, em sua vasta maioria, a terceiros, o que implica que a implantação de uma loja AM/PM dependerá não só do consentimento e da vontade de cada proprietário, como também da possibilidade de cada posto, em função de sua localidade e espaço disponível, o que varia de posto para posto.

Acrescenta, ainda, que o forte crescimento apresentado desde a implantação das lojas AM/PM se deu principalmente nos postos de propriedade do Grupo Ipiranga onde, uma vez que a decisão de investimento era de sua exclusividade, estando tais postos concentrados nas áreas urbanas, ou seja, em locais mais atrativos para a abertura de lojas de conveniência.

Dessa forma discorda que, para o futuro, o crescimento da AM/PM será tão superior ao da CBD como sugerido pelos recorrentes. Pelo contrário, espera, para o futuro, uma diminuição gradual no ritmo de abertura de lojas já que os melhores pontos já foram ocupados nas áreas urbanas e em postos próprios.

Alega que, uma vez que a AM/PM não é uma rede de conveniência tradicional, mas uma rede de conveniência atrelada a postos de gasolina, sua estratégia de crescimento não depende exclusivamente de sua administração. De forma diferente, a CBD tem total independência na definição de sua estratégia operacional.

Com relação à análise que suporta o beta e a estrutura de capital ótima da CBPI e DPPI, sustenta que as empresas selecionadas são as empresas públicas independentes que melhor espelham os negócios de distribuição de combustíveis da CBPI e DPPI, e que, por exclusão, elas não são parâmetros de valor para a AM/PM.

No que concerne ao item "4. Perpetuidade: investimento líquido e crescimento" da seção "Nossas Considerações" do MEMO, consideramos suficientes os esclarecimentos prestados pelo avaliador, dado que refutam os principais argumentos dos recorrentes, quais sejam, a afirmação de que a CBPI já teria atingido sua maturidade e de que os investimentos projetados seriam incompatíveis com o crescimento da companhia.

Especificamente, o avaliador evidencia, por meio de gráficos, que as projeções do NOPLAT (lucro operacional líquido menos impostos ajustados) de CBPI variam ano a ano, bem como que, quanto ao segundo ponto, incorrem em erro as premissas utilizadas pelos recorrentes para sustentar a suposta incoerência entre as perspectivas apontadas.

Para tanto, ao refazer a simulação elaborada pelos recorrentes, o avaliador apresenta resultados compatíveis entre as taxas de reinvestimento e de crescimento, ao ampliar o período anteriormente utilizado pelos recorrentes.

Assim, com o objetivo de proporcionar aos acionistas detentores de ações ordinárias de CBPI informações necessárias à sua decisão relativa à OPA, consideramos necessária a inclusão no Laudo dos argumentos prestados para justificar a precificação da AM/PM, conforme acima expostos, bem como dos referidos gráficos e seus esclarecimentos detalhados, nos termos da manifestação apresentada.

Adicionalmente, observamos a necessidade dos seguintes ajustes finais em documentos que instruem a OPA:

i. Quadro do item 5.3 do Edital de OPA – Retificar o valor atribuído às ações ordinárias não vinculadas de CBPI, o qual foi alterado indevidamente de R$ 58,10 para R$ 64,43;

ii. Item 10.8 do Edital de OPA – Preencher a lacuna referente à data em que a Bovespa autorizou a realização do leilão em seu sistema de negociação, qual seja, 10/7/2007 (haja vista que nos editais das OPA de DPPI e RPI, foi informado, erroneamente, que a referida autorização ocorreu em data posterior à concessão dos registros das ofertas pela CVM);

iii. Edital de OPA – Acrescentar, conforme sugerido no MEMO, alerta, em destaque, "de que somente as avaliações de DPPI, RPI e CBPI foram objeto de análise por esta CVM, para efeitos das ofertas públicas devidas em função do art. 254-A da Lei nº 6404/76"; e

iv. Item IV da Demonstração Justificada da Forma de Cálculo do Preço – inserir a memória de cálculo apresentada por esta SRE, para justificar o valor de R$ 64,43 por ação na OPA de CBPI, conforme consta do MEMO/SRE/GER-1/Nº 291/2007.

Pelo exposto, entendemos que as considerações finais apresentadas pelo avaliador e pela instituição intermediária da oferta em tela esclarecem as questões remanescentes no âmbito do Ofício 1703 e, em conseqüência, nada temos a obstar acerca da concessão do registro da OPA, uma vez constantes no ofício de comunicação do referido registro as exigências ora formuladas por esta área técnica.

(Original assinado por)

Maria Luisa Azevedo Wernesbach

Gerente de Registros – 1

(Em Exercício)

De acordo, ao Colegiado.

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários