

ASSUNTO: Pedido de Interrupção do Curso do Prazo de Antecedência de AGE

Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A.

Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A.

Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga

Processo CVM nºRJ/2007/14245

Senhor Superintendente-Geral,

O presente processo originou-se de quatro pedidos de interrupção do curso de prazo de antecedência das Assembléias Gerais Extraordinárias de Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. ("RPI"), de Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. ("DPPI") e de Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga ("CBPI"), convocadas para o dia 18 de dezembro de 2007, a fim de deliberar sobre a operação de **incorporação das ações** de emissão dessas Companhias por sua controladora, Ultrapar Participações S.A. ("Ultrapar").

1. **HISTÓRICO**

1.1. **Dos fatos que antecederam a incorporação de ações**

2. Em 19 de março de 2007, a Ultrapar, a Petróleo Brasileiro S.A. ("Petrobras") e a Braskem S.A. ("Braskem") publicaram Fato Relevante, informando que seria implementada reorganização societária no âmbito daquelas companhias, conforme as etapas abaixo resumidas (fls.522/527):
- a. **Aquisição, pela Ultrapar, de Ações de RPI, DPPI e CBPI** detidas diretamente pelos então controladores, representativas das seguintes participações societárias e pelos valores informados na tabela abaixo (fls. 524):
 - i. 61,6% das ações ordinárias e 13,8% das ações preferenciais de emissão da RPI;
 - ii. 65,5% das ações ordinárias e 12,6% das ações preferenciais de emissão da DPPI;
 - iii. 3,6% das ações ordinárias e 0,4% das ações preferenciais de emissão da CBPI.

Companhia	Ação	Preço de Compra (R\$/ação)
RPI	Ordinária Vinculada	132,85184
	Ordinária não Vinculada	106,28147
	Preferencial	38,93000
DPPI	Ordinária Vinculada	140,08671
	Ordinária não Vinculada	112,06937
	Preferencial	29,57000
CBPI	Ordinária não Vinculada	58,10000
	Preferencial	20,55000

- b. **Oferta Pública de Aquisição das Ações** ordinárias de emissão da RPI, DPPI, CBPI e IPQ, detidas pelos respectivos acionistas minoritários, por um preço equivalente a 80% do preço por ação pago pelas ações ordinárias detidas pelos acionistas controladores, nos termos do artigo 254-A da Lei 6.404/76 e da Instrução CVM nº 361(1):

Companhia	Ação	Preço de Compra (R\$/ação)
RPI	Ordinária	106,28147
DPPI	Ordinária	112,06937
CBPI	Ordinária	58,10000(2)

- c. **Oferta Pública para Cancelamento do Registro de Companhia Aberta** da Copesul, nos termos do artigo 4º, §4º, da Lei n.º6.404/76 e da Instrução CVM nº 361, pelo preço de R\$37,60 por ação ordinária, calculado com base em avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado(3)Segregação de Ativos;
- d. **Incorporação, pela Ultrapar, das Ações de RPI, DPPI e CBPI**, nos termos do artigo 252 da Lei 6.404/76, passando as companhias a ser subsidiárias integrais da Ultrapar e recebendo seus acionistas ações preferenciais de emissão da Ultrapar; e
- e. **Segregação de Ativos**(4), através da redução de capital da RPI e da CBPI, a fim de transferir os Ativos Petroquímicos [representados pela Ipiranga Química S.A., Ipiranga Petroquímica S.A. ("IPQ") e pela participação desta na Copesul – Companhia Petroquímica do Sul ("Copesul"), na proporção de 60% para a Braskem e 40% para a Petrobras], diretamente para a Ultrapar, para posterior entrega à Braskem e à Petrobras, nos termos do contrato de comissão celebrado entre essas companhias, nos termos dos artigos 693 a 709 do Código Civil(5); e da cisão da CBPI para transferir os Ativos de Distribuição Norte (negócios de distribuição de combustíveis e lubrificantes localizados nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste) para uma sociedade controlada pela Petrobras.

3. Em 05, 11 e 13 de abril de 2007, Braskem, Petrobras e Ultrapar encaminharam à CVM pedido de concessão de tratamento confidencial dos seguintes documentos relacionados à aquisição do controle acionário das empresas componentes do Grupo Ipiranga:
- a. **Contrato de Compra e Venda**, datado de 18 de março de 2007, celebrado entre Ultrapar e os acionistas controladores da RPI e DPPI, com a intervenção da Braskem e da Petrobras");
 - b. **Acordo de Investimentos**, datado de 18 de março de 2007, celebrado entre Ultrapar, Braskem e Petrobras ("Acordo de Investimentos"); e

- c. **Memorando de Entendimentos**, datado de 18 de março de 2007, celebrado entre Braskem e Petrobras ("Memorando de Entendimentos").
4. Em reunião realizada em **18 de abril de 2007**, o Colegiado decidiu deferir o pedido de tratamento confidencial aos referidos documentos, com as seguintes ressalvas e determinações (fls.1375/1376):
- "as condições gerais do Contrato de Comissão estabelecido na Cláusula 4 do Acordo de Investimentos deverão ser tornadas públicas **imediatamente**, por meio de Comunicado ao Mercado ou Aviso de Fato Relevante, dele necessariamente constando a íntegra das informações contidas nos itens 4.1., 4.2 (i) (a), 4.2 (i) (b); 4.2. (ii); 4.2. (v); 4.2 (vii); 4.2 (xiii); 5.7 e 5.12 (inclusive com referência ao Anexo VI)";
 - "os Acordos de Acionistas que constam como minutas anexas ao Acordo de Investimentos deverão ser tornados públicos em sua íntegra, através de arquivamento no sistema IPE, e notícia de celebração através de Comunicado ao Mercado ou Aviso de Fato Relevante, **tão logo sejam celebrados**";
 - "o Memorando de Entendimentos **deve ser tornado público imediatamente**, em sua íntegra, através de arquivamento no sistema IPE, e notícia de celebração através de Comunicado ao Mercado ou Aviso de Fato Relevante, tendo em vista que contém disposições sobre exercício do direito de voto e do poder de controle de companhias abertas que constituem substancialmente acordo de acionistas"; e
 - "a divulgação a que se refere o item anterior **está sendo determinada de imediato** porque a entrada em vigor do Memorando de Entendimentos se daria, segundo a sua Cláusula 6.1, na data da Compra Global, que o referido documento afirma ter sido celebrada na própria data de sua assinatura, 18 de março de 2007. Caso, entretanto, a vigência do Memorando de Entendimentos somente venha a ocorrer na Data do Fechamento do Contrato de Compra e Venda, como definida na Cláusula 1.3 deste último instrumento, poderão as partes apresentar à CVM documento comprovando que esta última interpretação é a correta, e, neste caso, a divulgação do Memorando de Entendimentos deverá ser realizada na Data de Fechamento, como definida no Contrato de Compra e Venda".
5. Na mesma data, a referida decisão foi comunicada às Companhias, por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/ nº131/07 (fls.1385/1387).
6. Em atendimento ao mencionado Ofício, as Companhias divulgaram, em **19 de abril de 2007**, Comunicado ao Mercado informando o que se segue (fls.1107/1108):
- Comissão**. A Ultrapar atua como comissária da Petrobras e Braskem, nos termos dos artigos 693 e seguintes do Código Civil. O objeto da comissão é (A) a aquisição pela Ultrapar por conta da Petrobras, dos negócios de distribuição de combustíveis e lubrificantes localizados nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste ("Ativos de Distribuição Norte"), bem como a aquisição por conta da Braskem e da Petrobras, dos ativos petroquímicos, representados pela Ipiranga Química S.A. ("ICQ"), Ipiranga Petroquímica S.A. ("IPQ") e pela participação desta na Copesul – Companhia Petroquímica do Sul ("Ativos Petroquímicos"); e (B) a transferência à Braskem e à Petrobras dos Ativos Petroquímicos e à Petrobras dos Ativos de Distribuição Norte";
 - Preço dos Ativos Petroquímicos**. O preço dos Ativos Petroquímicos é de R\$2,5 bilhões, e deverá ser entregue por Braskem e Petrobras à Ultrapar em 3 (três) parcelas, da seguinte forma (a) a primeira parcela no valor de R\$652 milhões devida pela Braskem e R\$429 milhões pela Petrobras, (b) a segunda parcela no valor de R\$256 milhões, devida pela Braskem e R\$169 milhões pela Petrobras, e (c) a terceira parcela no valor de R\$596 milhões, a ser pagos pela Braskem, e R\$394 milhões, pela Petrobras";
 - Preço dos Ativos de Distribuição Norte**. O preço dos Ativos de Distribuição Norte é de R\$1,1 bilhão, e deverá ser entregue pela Petrobras à Ultrapar em 3 (três) parcelas, da seguinte forma (a) a primeira parcela no valor de R\$313 milhões, (b) a segunda parcela no valor de R\$95 milhões e (c) a terceira parcela no valor de R\$ 706 milhões";
 - Data da Transferência dos Ativos**. Os Ativos de Distribuição Norte e os Ativos Petroquímicos serão entregues após o recebimento pela Ultrapar das três parcelas indicadas no item (iii) acima, que deverão ocorrer após o disposto nos itens (viii) ou (ix) abaixo";
 - Datas de Entrega dos Recursos**. A Braskem e a Petrobras deverão entregar à Ultrapar cada parcela do preço dos Ativos de Distribuição Norte e os Ativos Petroquímicos nas seguintes datas: (a) a primeira parcela já foi paga em 18 de abril de 2007, (b) a segunda parcela na data da liquidação financeira pela Ultrapar das Ofertas Públicas obrigatórias ("OPAs") decorrentes da alienação de controle de Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. ("RPI"), Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. ("DPPI") e Companhia Brasileira de Produtos de Petróleo Ipiranga ("CBPI"), e (c) a terceira parcela na data da efetiva transferência dos Ativos de Distribuição Norte à Petrobras e os Ativos Petroquímicos à Braskem/Petrobras, conforme o caso";
 - Garantias**. A Ultrapar alienou fiduciariamente (A) em favor da Braskem e da Petrobras, na proporção de 60% e 40%, respectivamente, a totalidade das ações ordinárias e 50% (cinquenta por cento) das ações preferenciais de emissão de RPI adquiridas dos antigos controladores. As ações da RPI adquiridas nas OPAs também serão alienadas fiduciariamente, em favor de Braskem e Petrobras na mesma proporção. Após as incorporações de ações da RPI, a Ultrapar deverá fazer com que a alienação fiduciária das ações de RPI seja substituída pela alienação fiduciária da totalidade das ações de emissão de ICQ, e (B) em favor da Petrobras, 31% das ações ordinárias de emissão de DPPI e 78% das ações preferenciais de emissão de DPPI adquiridas dos antigos controladores, bem como, 100% das ações ordinárias de CBPI adquiridas dos antigos controladores. Após as OPAs, a Ultrapar alienará fiduciariamente, em substituição a 1.482.751 ações ordinárias de emissão de DPPI, 3.013.903 ações ordinárias de emissão de CBPI então adquiridas, presumindo que todas as ações ordinárias de emissão de CBPI em circulação serão adquiridas na OPA respectiva";
 - Comissão**. A Braskem e a Petrobras deverão pagar à Ultrapar, a título de comissão, na data da transferência dos Ativos de Distribuição Norte e os Ativos Petroquímicos, a quantia de R\$ 5.000.000,00";
 - Transferência dos Ativos**. Após a conclusão da segregação dos ativos, operação composta pela incorporação de ações da RPI, DPPI e CBPI e pela redução de capital de CBPI e RPI e da cisão parcial de CBPI, a Ultrapar deverá transferir (A) os Ativos Petroquímicos à Braskem, mediante a transferência de ações ordinárias representativas de 60% do capital social de ICQ, e à Petrobras mediante a transferência de ações ordinárias representativas de 40% do capital social de ICQ e, (B) os Ativos de Distribuição Norte, mediante a transferência à Petrobras da totalidade das ações da empresa que foi cindida de CBPI e concentra a totalidade dos Ativos de Distribuição Norte";
 - Atrasos ou Impedimentos Justificados Para a Transferência dos Ativos**. A comissão é irrevogável e irretroatável, portanto, caso a transferência ou entrega dos Ativos de Distribuição Norte e/ou os Ativos Petroquímicos (A) seja, de qualquer forma, restringida ou suspensa, em razão de lei, ordem judicial ou administrativa, que persistam por um prazo superior a 120 (cento e vinte) dias, ou (B) não tenha ocorrido até 18 de abril de 2008, será implementada uma reorganização alternativa, compreendendo, entre outros, a cisão de CBPI, DPPI e RPI, de forma segregar os Ativos de Distribuição Norte e os Ativos Petroquímicos nas sociedades cindidas, sendo que as ações destas sociedades cindidas serão entregues à Petrobras e a Braskem, conforme aplicável"; e
 - "em 18 de abril de 2007 também foram celebrados entre os Adquirentes acordos de acionistas de RPI, DPPI, CBPI, IPQ e ICQ, que foram devidamente arquivados junto às respectivas sociedades, juntamente com o memorando de entendimentos celebrado entre Braskem e Petrobras com relação aos Ativos Petroquímicos, que passou a produzir efeitos a partir de ontem [18.04.2007] em função do fechamento do contrato de compra e venda de ações celebrado com os antigos controladores do Grupo Ipiranga".

1.2. Da Oferta Pública de Aquisição de Ações por Alienação de Controle

7. Os pedidos de registro das Ofertas Públicas de Aquisição de Ações Ordinárias de emissão de DPPI, CBPI e RPI, em decorrência da alienação de controle acionário, foram analisados no âmbito dos Processos CVM nºs RJ/2007/4021, 4022 e 4023.
8. A fixação do **preço na oferta pública** de aquisição das ações de CBPI, DPPI e RPI, por força da aquisição do controle acionário dessas Companhias, encontram-se suportadas por **laudo de avaliação econômico-financeira** elaborada por **Deutsche Bank Securities Inc.** ("Deutsche Bank"), datado de 04 de abril de 2007, que tomou por data-base 31 de dezembro de 2006, o qual também suporta a **relação de troca** de ações, decorrentes da incorporação das ações dessas Companhias pela Ultrapar.
9. Alguns acionistas das Companhias, em sua maioria de fundos de investimento representados pelo escritório Vieira Rezende, Barbosa e Guerreiro Advogados apresentaram reclamação à SRE, questionando a necessidade de revisão do laudo de avaliação elaborado por Deutsche Bank, especialmente no que concerne a(o): (i) avaliação da AM/PM; (ii) Capex diferente de depreciação; (iii) taxa de crescimento; (iv) resultado de CBPI em 2007; e (v) betas das Companhias (vide MEMO/SRE/GER-1/Nº291/2007 - fls. 1378/1379).
10. No âmbito dos referidos processos, foram feitas várias exigências em relação ao laudo de avaliação elaborado pelo Deutsche Bank, que suportou a fixação do preço da OPA do Grupo Ipiranga, visando o maior esclarecimento do público destinatário da oferta, nos termos do item 2 do Anexo III da Instrução CVM 361, que indica que "o laudo de avaliação da companhia objeto refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deverá ser constituído de uma análise fundamentada de valor" (vide MEMO/SRE/GER-1/Nº291/2007 - fls.1378/1379).
11. Segundo informações constantes do MEMO/SRE/GER-1/Nº291/2007, o avaliador apresentou justificativas para as questões controvertidas acima mencionadas, que foram incluídas no respectivo Laudo. A partir disso, a SRE manifestou o entendimento de que o avaliador deveria, ainda, contemplar em seu laudo esclarecimentos adicionais referentes a Investimentos e Depreciação, incluindo as respectivas planilhas de cálculo, as fontes acadêmicas que balizam seu entendimento e o cálculo da taxa de reinvestimento da Companhia.
12. Os leilões foram realizados em 22 de outubro de 2007. De acordo com Comunicados ao Mercado divulgados no Sistema IPE, em 29 de dezembro de 2007, a ULTRAPAR informou que havia adquirido, no âmbito da Oferta Pública de Aquisição, as seguintes participações acionárias (fls.1390/1392):

Companhia	Ações Ordinárias Adquiridas por Ultrapar	Percentual do Capital Ordinário	Total de Ações Ordinárias Detidas por Ultrapar	Percentual do Capital Ordinário
RPI	2.982.873	29,88%	9.590.849	96,07%
DPPI	1.367.316	12,77%	8.777.301	81,98%
CBPI	1.574.486	4,44%	2.918.976	8,24%

1.3. Da Incorporação de Ações

13. Em **09 de novembro de 2007**, foram firmados pelas diretorias da RPI, da DPPI, da CBPI e da Ultrapar os **Protocolos de Incorporação de Ações e Justificação**, regulando, na forma dos artigos 224, 225, 252 e 264 da Lei das S.A., os termos e condições das incorporações das ações das Companhias pela Ultrapar (fls.25/32;33/40;41/48).
14. Em **13 de novembro de 2007**, foi publicado **Fato Relevante**, detalhando as condições da reorganização societária no âmbito das Companhias, incluindo a incorporação de ações (fls.101/110).
15. O Deutsche Bank foi contratado pela ULTRAPAR para avaliar a ULTRAPAR, RPI, DPPI e CBPI, com base em suas perspectivas de rentabilidade futura, para fins da Incorporação de Ações, de forma a respaldar a determinação da relação de substituição. Da mesma forma, o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. ("Credit Suisse") foi contratado pela RPI, DPPI e CBPI para elaborar a avaliação baseada nas perspectivas de rentabilidade futura da ULTRAPAR, RPI, DPPI e CBPI. As avaliações do Deutsche Bank e do Credit Suisse têm como data-base 31 de dezembro de 2006 e 30 de setembro de 2007, respectivamente. A relação de substituição foi determinada com base no critério de perspectiva de rentabilidade futura das Companhias, em consonância com ambas as avaliações, conforme consta dos Protocolos e Justificação de Incorporação de Ações de Emissão das três companhias. De acordo com essas avaliações, foram apuradas as seguintes faixas de valores para as ações das Companhias:

Companhia	Deutsche Bank - 31.12.06	Credit Suisse - 30.09.07
RPI	R\$51,63 a R\$57,06	R\$50,90 a R\$56,26
DPPI	R\$41,11 a R\$45,44	R\$42,00 a R\$46,42
CBPI	R\$26,97 a R\$29,81	R\$27,65 a R\$30,57
Ultrapar	R\$64,48 a R\$71,26	R\$64,50 a R\$71,29

16. Os administradores das Companhias fixaram as seguintes relações de substituição de ações de emissão da RPI, da DPPI e da CBPI por ações preferenciais da Ultrapar, independente da classe ou espécie:

Companhia	Tipo	Ações Preferenciais de Ultrapar
RPI	ON	0,79850
	PN	0,79850
DPPI	ON	0,64048
	PN	0,64048
CBPI	ON	0,41846
	PN	0,41846

17. Os patrimônios líquidos das Companhias, constantes dos balanços patrimoniais de **30 de setembro de 2007**, e do Laudo da **KPMG** Auditores Independentes ("KPMG"), seguem abaixo:

Companhias	PL contábil em 30.09.07	Quantidade de Ações	VL patrimonial p/ação	Ações Preferenciais de Ultrapar
RPI	R\$ 769.503.076,33	29.600.000	R\$ 26,00	1,049250871
DPPI	R\$ 909.971.402,47	32.000.000	R\$ 28,44	1,14772662
CBPI	R\$ 1.839.874.344,03	105.952.000	R\$ 17,37	0,700873587
ULTRAPAR	R\$ 2.014.956.000,00	81.325.409	R\$ 24,78	-

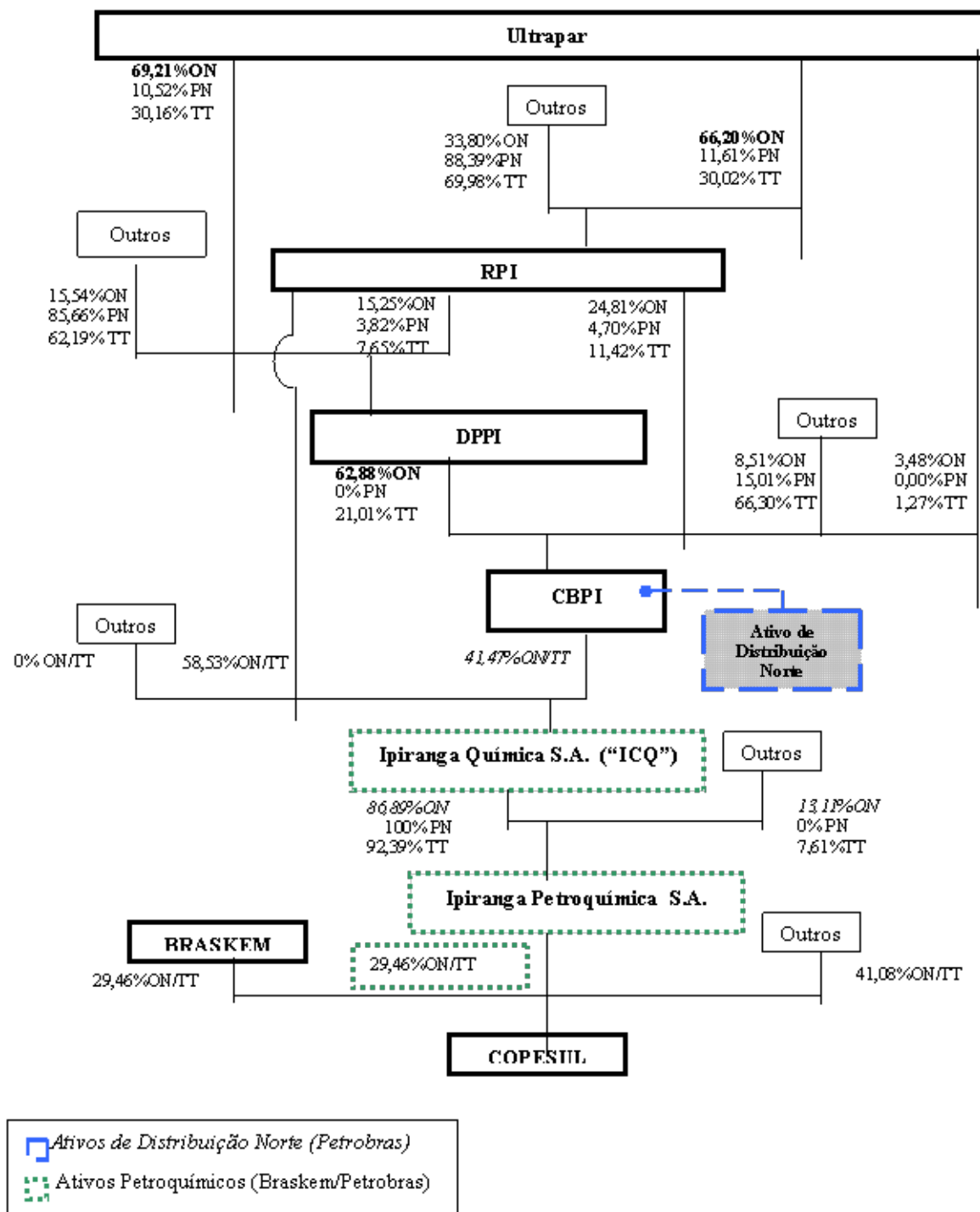
18. Para os fins do artigo 264 da Lei n.º6.404/76, os patrimônios líquidos da Ultrapar, RPI, DPPI e CBPI foram avaliados a **preços de mercado**, seguindo os mesmos critérios e na mesma data de **30 de setembro de 2007**, pela **APSYS** Consultoria Empresarial S/C Ltda. ("APSYS"), resultando nas seguintes relações de substituição:

Companhias	PL a valor de mercado em 30.09.07	Quantidade de Ações	VL a mercado p/ação	Ações Preferenciais de Ultrapar
RPI	R\$ 1.113.680.000	29.600.000	R\$ 37,62	0,72259147
DPPI	R\$ 1.073.630.000	32.000.000	R\$ 33,55	0,64436031
CBPI	R\$ 2.257.890.000	105.952.000	R\$ 21,31	0,40927738
ULTRAPAR	R\$ 4.234.500.000	81.325.409	R\$ 52,07	-

19. Os acionistas dissidentes da deliberação de incorporação de ações terão **direito ao reembolso** de suas ações, conforme último balanço aprovado, ou seja, de **31 de dezembro de 2006**, nos seguintes termos (fls. 107):
- os acionistas dissidentes da ULTRAPAR terão direito ao reembolso de suas ações, ao valor de R\$ 23,86 (vinte e três reais e oitenta e seis centavos) por ação;
 - os acionistas dissidentes da RPI terão direito ao reembolso de suas ações, ao valor de R\$ 19,50 (dezenove reais e cinqüenta centavos) por ação;
 - os acionistas dissidentes da DPPI terão direito ao reembolso de suas ações, ao valor de R\$ 25,13 (vinte e cinco reais e treze centavos) por ação. Nos termos do artigo 264, §3º, da Lei n.º6.404/76, os acionistas da DPPI poderão optar pelo reembolso de R\$ 33,55 (trinta e três reais e cinqüenta e cinco centavos) por ação, com base no valor de patrimônio líquido a preços de mercado da Companhia;
 - os acionistas dissidentes da CBPI, titulares de ações ordinárias, terão direito ao reembolso de suas ações, ao valor de R\$ 14,68 (catorze reais e sessenta e oito centavos) por ação.
20. Em **14 de novembro de 2007**, foi publicado edital de convocação das Assembléias Gerais Extraordinárias da Ultrapar, da RPI, da DPPI e da CBPI, para se realizar no dia **18 de dezembro de 2007**, a fim de deliberar sobre (fls.22/24;515):
- conhecimento e aprovação dos termos e condições do "Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações de Emissão da Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. pela Ultrapar Participações S.A.", do "Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações de Emissão da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. pela Ultrapar Participações S.A.", e do "Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações de Emissão da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga pela Ultrapar Participações S.A.", e seus anexos (laudos de avaliação econômico-financeira; laudo de avaliação do patrimônio líquido a valor contábil e laudo de avaliação do patrimônio líquido a valor mercado);
 - aprovação do aumento de capital de Ultrapar, decorrente das Incorporações de Ações;
 - aprovação da alteração do artigo 1º do Estatuto Social da RPI, da DPPI e da CBPI para refletir sua situação de subsidiária integral da ULTRAPAR; e
 - autorizar os administradores das Companhias a, nos termos do §2º do artigo 227 e do §2º do artigo 252 da Lei das S.A., praticar todos os atos necessários à incorporação de ações, especialmente subscrever o aumento de capital da ULTRAPAR.

1.4. Da Estrutura Acionária das Companhias

21. De acordo com o IAN/06, as Companhias apresentavam a seguinte estrutura acionária (Distribuição do Capital após aquisição do controle das Companhias pela Ultrapar e antes da Oferta Pública de Aquisição de Ações - fls.528/530):



1.5. Do primeiro pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência da AGE

22. Em 29 de novembro de 2007, um grupo de treze fundos de investimento acionistas minoritários da RPI, DPPI e CBPI, abaixo discriminados, protocolizou, na CVM, pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência das Assembléias Gerais Extraordinárias dessas Companhias ("primeiro pedido de interrupção"), nos termos do artigo 124, §5º, inciso II, da Lei n.º 6.404/76 (fls.01/20).

• Fundo de Investimento Multimercado Mercatto Atalaia
• Mercatto Banese Celi Fundo de Investimento em Ações
• Fundo de Investimento Multimercado Mercatto Casa Forte
• Fundo de Investimento Multimercado Mercatto Diferencial Institucional Longo Prazo
• Fundo de Investimento Multimercado Mercatto Diferencial Longo Prazo
• Mercatto Estratégia Fundo de Investimento em Ações
• Fundo de Investimento em Ações Mercatto Geração Futuro
• Fundo de Investimento Multimercado Mercatto Kilimanjaro
• Fundo de Investimento Multimercado Previdenciário Mercatto Pajuçara
• Fundo de Investimento Renda Fixa Previdenciário Mercatto Piauí Facepi
• Mercatto Seleção Fundo de Investimento em Ações
• Fundo de Investimento Multimercado Mercatto Timbó

23. Os referidos fundos são detentores de (i) 1.265.000 ações preferenciais de RPI, correspondentes a 4,36% do capital social total; (ii) 6.100 ações preferenciais de emissão de DPPI, correspondentes a 0,02% do capital social total; e (iii) 2.072.514 ações preferenciais de emissão de CBPI, correspondentes a 1,96% do seu capital social total.

24. No pedido de interrupção, os acionistas alegam o que se segue:

• Determinação das relações de troca em data anterior ao Laudo de Avaliação de Deutsche Bank

- a. "as relações de troca das incorporações de ações foram acordadas, há mais de 8 meses, entre a incorporadora Ultrapar, a Braskem e a Petrobras, sem qualquer participação das administrações de RPI, DPPI ou CBPI";
- b. "isto fica claramente evidenciado na Cláusula 5.3 do Acordo de Investimentos (6) (a que os Requerentes obtiveram acesso junto à Secretaria de Direito Econômico – SDE) celebrado pelos Adquirentes em 18 de março de 2007 (isto é, antes das finalizações dos Laudos DB(7) e CS(8));
- c. "as relações de troca, de fato, não se basearam em qualquer Laudo. Com efeito, quase um mês depois da celebração de tal acordo entre os Adquirentes e o anúncio da operação, foi publicado Laudo de avaliação com base na metodologia de fluxo de caixa descontado preparado pelo Deutsche Bank Securities Inc.";

• Confeção de novo Laudo de Avaliação

- d. "desde então, acionistas minoritários das Companhias apresentaram à CVM e às próprias administrações das Companhias diversos questionamentos e reclamações relativos ao Laudo DB. Além disso, os resultados das Companhias relativos ao período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2007 dissentiram substancialmente daqueles projetados no Laudo DB";
- e. "não cabe repetir aqui os principais questionamentos relacionados ao Laudo DB, os quais podem, no entanto, ser entendidos de forma detalhada na petição de recurso(9) enviada à SRE pelos Requerentes em 21.09.07" (fls.58/83);
- f. "os Requerentes têm uma série de questionamentos adicionais acerca do Laudo CS. No entanto, os Requerentes entendem que a decisão tomada por este Colegiado no âmbito do Processo RJ2007/11573, julgado em 04 de outubro de 2007, excluiu a possibilidade de análise dessas questões em procedimentos como aquele previsto no artigo 124, §5º, II, da Lei de S.A.";
- g. "é sintomático que, após as inúmeras críticas apresentadas por acionistas minoritários ao Laudo DB inclusive perante esta CVM, as Companhias tenham providenciado a divulgação, em conjunto com os editais de convocação das AGEs, de outro Laudo de Avaliação das Companhias e de Ultrapar, também com base na metodologia de fluxo de caixa descontado, elaborado pelo Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A., com data base em 30.09.07 ('Laudo CS'). O quadro a seguir mostra a enorme 'coincidência' entre os valores médios encontrados em Laudos preparados em datas tão diferentes":

Companhia	Laudo Credit Suisse	Laudo Deutsche Bank	Diferença
RPI	53.58	54.35	1.4%
DPPI	44.21	43.28	-2.1%
CBPI	29.11	28.39	-2.5%
UGPA	67.90	67.87	0.0%

• Inconsistências no Laudo DB e no Laudo CS: margem EBITDA

- h. "no *conference call* realizado pela Ultrapar com analistas, em 10 de agosto de 2007, (...) foi formulada a seguinte questão ao Diretor de Relações com Investidores da Ultrapar (que, a propósito, também ocupa os cargos de Vice-Presidente do Conselho de Administração de DPPI e Conselheiro de Administração da CBPI) referente à margem EBITDA das operações de distribuição de combustíveis do grupo Ipiranga" (fls.84/100):

"(...) *nessa parte de margem: na época da aquisição vocês mencionavam muito a visão da Ultrapar de poder alcançar uma margem maior que 3% em alguns outros anos. Eu queria só entender se isso mudou ou não mudou, onde é que vocês vêem esse número por agora?*"

- i. "a resposta dada pelo principal executivo financeiro do grupo foi a seguinte":

"*A margem [EBITDA] nesse trimestre, se você retirar [as despesas] não-recorrente[s], teria sido de 2.3%. Portanto uma margem de 3% parece perfeitamente atingível, especialmente dado que nós estamos no início das otimizações de despesa e também pelo efeito de alavancagem [operacional] que mencionei antes.*"

- j. "as informações constantes dos Laudos são diferentes daquelas divulgadas publicamente pela administração da Ultrapar. Conforme o Laudo DB, a margem EBITDA das operações de distribuição de combustíveis da CBPI e da DPPI será, na perpetuidade, de 2,1%. Segundo o Laudo CS, essa margem será de 2,2% para CBPI" (fls.157 - Laudo BD; fls.266 - Laudo DB);
- k. "o incremento, na margem EBITDA, da perpetuidade de 2,1% para 3,0%, no caso do Laudo DB, e de 2,2% para 3,0%, no caso do Laudo CS, impactaria de maneira astronômica o valor das Companhias nos dois Laudos, mesmo se a aplicarmos de forma extremamente conservadora, ou seja, apenas na perpetuidade, após 2016. A tabela abaixo resume o impacto dessas mudanças no valor de cada uma das sociedades objeto dos Laudos":

Laudo DB		CBPI	DPPI	RIPI	UGPA
Mq EBITDA Distribuição ^(a)	Impacto - R\$ milhões	2.284	480	298	387
	Impacto - %	75,9%	34,7%	18,5%	7,0%
	Impacto - Relação de Troca	64,4%	25,9%	10,7%	n.a.

(a) Conservadoramente consideramos que a operação de distribuição de combustíveis da CBPI só atingirá a margem de 3% na perpetuidade

Laudo CS		CBPI	DPPI	RIPI	UGPA
Mq EBITDA Distribuição ^(a)	Impacto - R\$ milhões	2.521	530	328	423
	Impacto - %	81,7%	37,4%	20,7%	7,7%
	Impacto - Relação de Troca	68,7%	27,6%	12,1%	n.a.

(a) Conservadoramente consideramos que a operação de distribuição de combustíveis da CBPI só atingirá a margem de 3% na perpetuidade

- l. "(...) trata-se de um déficit agregado de valor da ordem de R\$3,2 bilhões (Laudo DB) e de R\$3,4 bilhões (Laudo CS) em prejuízo das Companhias. Além disso, é fácil perceber, na terceira linha de cada tabela ("Impacto – Relação de Troca"), o impacto nas relações de troca (significativamente favorável às Companhias), caso os Laudos tivessem sido elaborados de acordo com as informações divulgadas publicamente pela administração da Ultrapar";
- m. "(...) o que se revela é uma clara violação ao artigo 245 da lei societária, por parte dos administradores das Companhias, que privilegiaram o interesse da Ultrapar, em detrimento daquele das Companhias, o que permitirá que a Ultrapar possa cumprir com as obrigações por ela assumidas perante Braskem e Petrobras nos termos do Acordo de Investimentos";
- n. "representa um agravante à negligência dos administradores o fato de os próprios Laudos indicarem textualmente que os avaliadores basearam suas avaliações em projeções fornecidas pelas administrações, sem qualquer verificação independente pelos avaliadores, e que os avaliadores não assumiram qualquer responsabilidade em relação a elas";
- o. "(...) o Laudo CS afirma expressamente que, caso essas estimativas sejam incorretas, os resultados podem alterar-se significativamente";
- p. "nas atas de reunião de Conselho de Administração das Companhias realizadas em 12.11.07, os administradores afirmam ter cumprido seus deveres fiduciários por meio de 'indagações' aos avaliadores. Cabe aqui a pergunta: O que poderiam ter respondido os avaliadores com relação a informações que lhes foram fornecidas pelas próprias administrações, que não foram por eles independentemente verificadas e das quais eles presumiram a veracidade e eximiram-se de responsabilidade?";

• Inconsistência no Laudo CS: Tratamento de Reduções de Custos

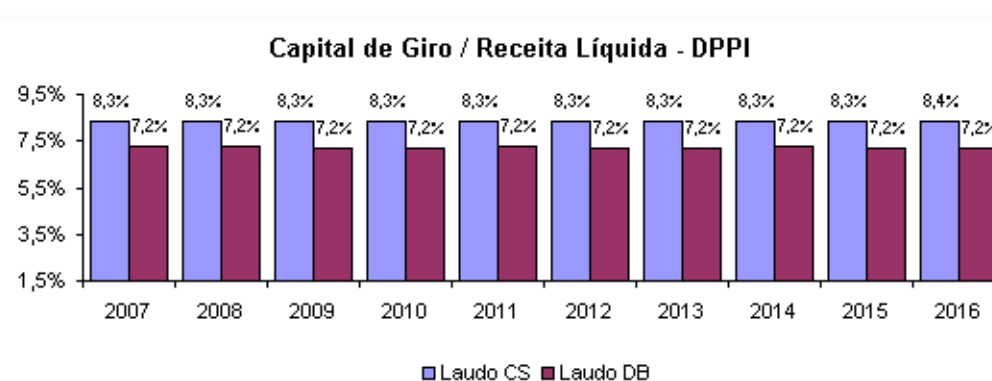
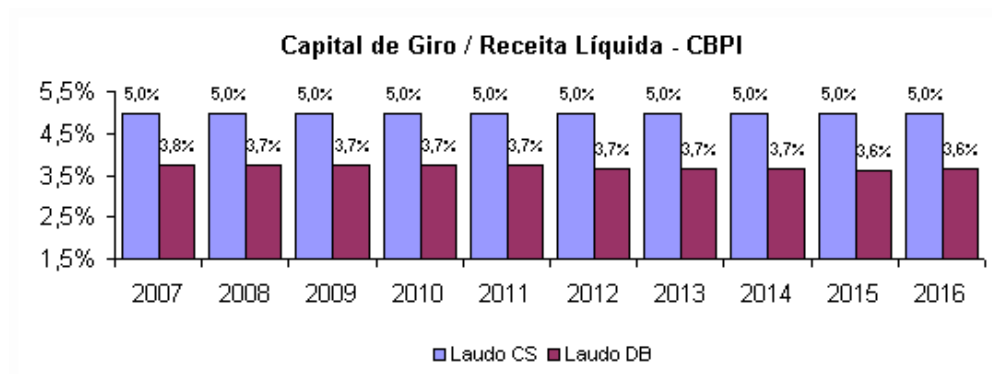
- q. "há um ponto adicional que demonstra a inquestionável violação dos artigos 153 a 156 e 245 da lei societária. Os resultados apontados no Laudo CS são inconsistentes com as premissas por ele adotadas na avaliação. Se tivessem lido o Laudo CS, os conselheiros não poderiam ter aprovado tal Laudo e as relações de troca nele suportadas";

14. Nossas análises (...) 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 o Grupo Ipiranga ou Ultrapar possam ter a partir da conclusão da Transação [Incorporação], caso efetivada, ou de qualquer outra operação.

- r. "de acordo com as premissas indicadas em seu Laudo, o Credit Suisse deveria ter incorporado ao resultado das Companhias os ganhos advindos de reduções de despesas operacionais implementadas anteriormente à incorporação de ações";
- s. "a administração da Ultrapar anunciou, no *conference call* com analistas mencionado acima, já ter implementado reduções de despesas operacionais ao final do segundo trimestre de 2007 que gerarão economias anuais e recorrentes no montante de R\$45,0 milhões, representando valor presente de R\$300,0 milhões(10)";

• Inconsistências de Premissas entre os Laudos DB e CS: Capital de Giro/ Receita Líquida

- t. "como a data-base do Laudo DB é 04.04.07 e a do Laudo CS é 30.09.07, seriam admissíveis divergências nas premissas informadas ao DB, de um lado, e ao CS, de outro, exclusivamente se elas decorressem de mudanças nos negócios e resultados das companhias que tivessem sido verificadas e divulgadas neste período";
- u. "existe, no entanto, uma inconsistência entre o Laudo DB e o Laudo CS que tem um impacto muito significativo nas relações de troca, e que não decorre de tais mudanças. Trata-se do nível de investimentos em capital de giro em relação à receita líquida (**'Razão Capital de Giro/Receita Líquida'**) da CBPI e da DPPI";
- v. "os gráficos abaixo ilustram a Relação Capital de Giro/Receita Líquida para a CBPI e DPPI extraídas da projeção de cada um dos Laudos. Como se pode notar, a diferença entre os dois Laudos é enorme. O negócio de distribuição de combustíveis é caracterizado por faturamento muito elevado e margens relativamente baixas. Portanto, a Relação Capital de Giro/Receita Líquida tem impacto muito significativo no valor final das Companhias. A título de comparação, se aplicarmos, no Laudo CS, a relação média de 3,7% entre capital de giro e receita líquida de CBPI, constante do Laudo DB, o valor da CBPI aumentaria na ordem de R\$1,3 bilhão, representando um aumento de 40,8%";

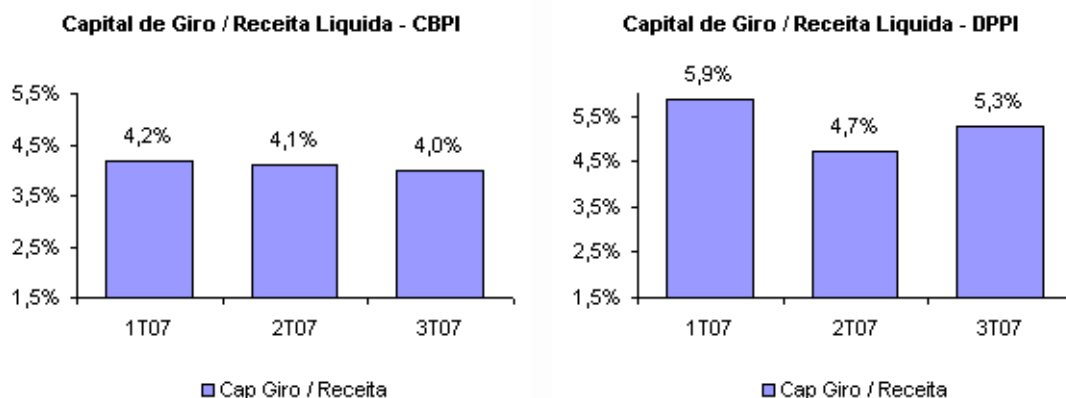


w. "se tivesse ocorrido uma mudança que fizesse a relação passar de 3,7% para 5,0%, no caso de CBPI, e de 7,2% para 8,3%, no caso de DPPI, ela deveria ter sido objeto de divulgação específica ao mercado, de forma detalhada pela sua administração, já que teria o seguinte impacto gigantesco no valor das Companhias e da Ultrapar, conforme a tabela abaixo":

Laudo CS		CBPI	DPPI	RIPI	UGPA
Relação Cap Giro / Receita^(a)	Impacto - R\$ milhões	1.270	515	184	287
	Impacto - %	41,2%	36,4%	11,6%	5,2%
	Impacto - Relação de Troca	34,2%	29,6%	6,1%	n.a.

(a) Substituímos a relação constante do Laudo CS pela mesma relação do Laudo DB

x. "o que chama mais a atenção é que a análise das demonstrações financeiras publicamente divulgadas pelas Companhias e pela Ultrapar indica um movimento oposto, ou seja, uma melhora na Relação Capital de Giro/Receita Líquida entre a data-base do Laudo DB e do Laudo CS tanto para CBPI e DPPI":



y. "a mesma administração das Companhias passou informações conflitantes a respeito do mesmo tema para cada avaliador";

• Inconsistência no Laudo CS: Determinação do Custo da Dívida

z. "o valor de avaliação com base no método de fluxo de caixa descontado é função da projeção das receitas e despesas e da taxa de desconto utilizada. Um dos componentes da taxa de desconto é o custo de dívida da empresa. O Laudo CS informa que o custo da dívida da Ultrapar é 7,25% a.a. em dólar e que o custo da dívida da CBPI e DPPI é de 9,79% a.a. em dólar, ou seja, o avaliador afirmou existir um *spread* de 2,54% (254 pontos-base) entre o custo de dívida da CBPI e o de Ultrapar" (fls.535);

aa. "aparentemente, o avaliador usou como fonte para essas premissas os *eurobonds* emitidos pelas duas sociedades. A CBPI, em agosto de 2003, emitiu *eurobonds* com cupom de 9,88% ao ano e a Ultrapar emitiu, em dezembro de 2005, *eurobonds* com cupom de 7,25% aa. Se, de fato, o avaliador usou essa premissa, ele está completamente errado, já que o custo de capital não deve ser analisado como função do cupom e sim como função do *yield* implícito";

ab. "com base em informações divulgadas pela Bloomberg, o *yield* implícito do *eurobond* da CBPI é de 6,68% a.a. e da Ultrapar é de 7,84% a.a. Contudo, como o *duration* de cada *eurobond* é diferente (o título da CBPI vence em agosto de 2008 e o título da Ultrapar vence em dezembro de 2015), o *yield* dos *eurobonds* não é comparável";

- ac. "se fôssemos usar emissões mais recentes, em abril de 2006, a CBPI emitiu R\$ 350 milhões em debêntures (PTIP11), com cupom de 103,8% do CDI. Por sua vez, em abril e outubro de 2007, a Ultrapar emitiu debêntures (UGPA 12 e UGPA 22) com cupom de 102,5% do CDI. Usando o CDI atual (11,25% a.a.), calcula-se um *spread* de cerca de 15 pontos base entre as duas debêntures";
- ad. "de acordo com a administradora de carteira BNY Mellon Serviços, as debêntures emitidas pela CBPI são negociadas com um *yield* implícito de 103,3% a.a., ou seja, um *spread* implícito de 9 pontos base entre as duas debêntures";
- ae. "caso o avaliador tivesse utilizado o *spread* de 15 pontos base (das debêntures) ao invés de 254 pontos (dos *eurobonds*), o valor da CBPI aumentaria em R\$ 318 milhões (ou seja, 13% de aumento). Nesse item, o Laudo não informa a fonte de tal premissa (...);

- Conclusão

- af. "pelo exposto, em virtude das flagrantes incorreções contidas nos Laudos DB e CS acima destacadas, verificáveis de plano, e pelo fato de tais Laudos integrarem os protocolos de incorporação de ações das Companhias divulgados ao mercado em 12.11.07, o conteúdo destes documentos essenciais às incorporações propostas se encontra de todo viciado";
- ag. "além disso, a própria aprovação dos protocolos de incorporação não pode ser considerada regular, uma vez que, à toda evidência, os administradores faltaram com seus mais elementares deveres fiduciários em sua análise dos documentos de avaliação pertinentes".

1.6. Da Manifestação das Companhias quanto ao primeiro pedido de interrupção

25. Instadas a se manifestar por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº398/07, em 30 de novembro de 2007 (fls.531/), as Companhias encaminharam correspondência, em 04 de dezembro de 2007, respondendo nos seguintes termos (fls.626/642):

- a. "no afã de artificialmente construir um 'caso' os Reclamantes chegam a dar foros de novidade, de grande achado, que teriam descoberto na Secretaria de Direito Econômico - SDE (item 9 de sua petição) o fato de a relação de troca ter sido prevista no Acordo de Investimento de 18 de março de 2007. A novidade, a grande descoberta, é de conhecimento público desde o anúncio da operação, porque constou expressamente do fato relevante que a divulgou em 19 de março de 2007";
- b. "no mesmo sentido, distorcem as declarações da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários - SRE e do próprio Colegiado, retirando-as de contexto (como aliás fazem também com a declaração do Sr. André Covre), quando afirmam que 'a SRE entendeu, e assim foi acompanhada pelo Colegiado desta CVM, que não lhe cabia qualquer análise do laudo do DB' (...). A SRE apenas esclareceu que seu exame do laudo elaborado pelo DB não considerou a parte relativa à Ultrapar, porque não interessava aos destinatários das OPAs e o Diretor Marcos Barbosa Pinto, de sua vez, disse que o exame do laudo não foi conclusivo para fins das incorporações que se seguiriam. Ambos disseram que analisaram o laudo até porque não poderiam negar o óbvio e o teor dos ofícios e das decisões, mas apenas fizeram constar os limites de suas análises";
- c. "não é possível, assim, como pretendem os Reclamantes, discutir, nesse procedimento célere e sumário os critérios adotados não apenas em 1 (um) mas nos 2 (dois) Laudos de Avaliação e eventual violação de deveres fiduciários por parte dos administradores envolvidos no processo de Incorporações de Ações, por conta das supostas falhas contidas nestes laudos, questões que não afetam, em qualquer aspecto, a legalidade das propostas submetidas às AGEs";

- Margem EBITDA

- d. "em momento algum, o Sr. André Covre mencionou que a margem EBITDA à qual ele se referia dizia respeito à margem EBITDA na perpetuidade, utilizada como supedâneo dos Laudos de Avaliação. A afirmação feita foi simplesmente no sentido de que uma margem de 3% seria factível, possível de ser atingida (atingível, em suas palavras) e não no sentido de que tal margem seria certamente atingida (e, assim, poderia ser utilizada nos Laudos de Avaliação)";
- e. "a declaração do Sr. André Covre não era direta nem de curto prazo, mas sim de longo prazo e a depender de uma série de eventos, inclusive benefícios de alavancagem operacional através de aquisições futuras. E como uma informação com olhos no futuro, pressupunha não só aquisições relevantes, mas também uma série de outros eventos, de que é exemplo o próprio fortalecimento das empresas Ipiranga, maior liberdade e eficiência operacional e o melhor alinhamento do interesse de todos os acionistas, objetivos que somente serão atingidos com a simplificação da estrutura societária e a unificação do corpo de acionistas, o que se busca obter justamente com a incorporação de ações, conforme deixa claro o teor do protocolo de incorporação";
- f. "em segundo lugar, como informado pelo Sr. André Covre às Companhias, sua declaração tinha como premissa a melhoria na regulamentação e fiscalização do setor de combustíveis";
- g. "premissas dessa natureza não são adotadas pelas instituições financeiras no momento de elaborar o laudo de avaliação de uma determinada empresa, dada a incerteza de sua ocorrência. Não poderiam, portanto, constar dos Laudos de Avaliação aqui em discussão";
- h. "além do mais, esquecem-se os Reclamantes, que a rigor, se eventos desta natureza devessem ser considerados para as companhias Ipiranga também o deveriam ser para as demais companhias do grupo Ultrapar";
- i. "em terceiro lugar, conforme restou demonstrado acima, tal manifestação, além de ter sido retirada de seu contexto original perdendo, portanto, significado, foi expressa somente por um membro do Conselho de Administração da CBPI e da DPPI, não representando, necessariamente, o consenso da administração de tais companhias sobre a quantificação da margem EBITDA na perpetuidade"

- Tratamento de Sinergias

- j. "conforme definido no Laudo de Avaliação do CS, a data base utilizada para as avaliações foi 30 de Setembro de 2007. Contrária às alegações dos Reclamantes e conforme carta do CS constante do Anexo I, quaisquer reduções de despesas operacionais implementadas anteriormente à Transação obviamente já foram refletidas nas projeções para 2007";
- k. "com efeito, as reduções de despesas operacionais decorrentes das Incorporações de Ações não devem ser consideradas para fins da determinação do valor das companhias envolvidas em processo de incorporação e para a fixação da relação de substituição, conforme já pacificado em decisões desta CVM em consulta feita pela Telemar (Processos CVM RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213) e na análise do caso Arcelor/Mittal (Processo CVM RJ 2007/1996)";

- Premissas divergentes com indício de erro técnico

- l. "os Reclamantes, embora iniciados, lidam com a questão de uma maneira muito própria e rigorosamente incorreta. Basta ver que adotam ora os dados do laudo do DB ora o laudo do CS, manipulando os dados e escolhendo o melhor de cada um para os beneficiar, esquecendo-se que o laudo somente deve ser integralmente examinado e não às tiras ou aos pedaços. Não existe um laudo misto. Existe apenas um laudo do DB e apenas um laudo do CS. Ambos os laudos refletem a análise embasada e independente de cada um dos avaliadores e somente assim podem ser considerados. Não é admissível se escolher um pedaço de cada laudo. Ainda, a divergência de opiniões e premissas apenas reforçam a independência dos avaliadores";

- Determinação do Custo da Dívida

- m. "o argumento dos Reclamantes é feito claramente sob uma mera suposição (os próprios Reclamantes admitem que não sabem como o custo da dívida foi calculado pelo CS). Mais ainda, os Reclamantes não apresentaram qualquer informação a respeito da fonte a partir da qual obtiveram tais dados";
- n. "os administradores escolheram o CS com base em toda sua experiência e expertise na elaboração de avaliações. Em particular, com relação ao custo da dívida, o CS, enquanto grande banco financiador de empresas, tem experiência e entendimento diferenciado no assunto, já que a determinação do risco de crédito e custo do dinheiro é parte fundamental de suas atividades fins";

- Alegada negligência dos administradores com relação aos disclaimers dos Laudos

- o. "para a elaboração do laudo de avaliação, o CS se baseou em informações financeiras e operacionais fornecidas pelas administrações das Companhias, as quais foram submetidas a análises de consistência, coerência e razoabilidade";
- p. "a declaração constante da parte introdutória do documento foi elaborada conforme os padrões e práticas largamente aceitas pelo mercado. Os textos dos disclaimers são textos usuais neste tipo de avaliação e exigidos pela Instrução CVM nº 361. Não significam, porém, que a razoabilidade das premissas não foi verificada pelo avaliador, e sim que não foi feita *due diligence* por parte dos avaliadores";

- Cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores das Companhias

- q. "todas as premissas traçadas nos Laudos de Avaliação foram transmitidas ao DB e ao CS depois de cuidadosa apreciação da situação das Companhias, fruto de intensas discussões e entrevistas com os diversos setores das Companhias e de minuciosa revisão de dados e de documentos";
- r. "essa cuidadosa avaliação da administração das Companhias foi seguida de zelosa revisão, por parte de DB e CS, da consistência das informações prestadas (inclusive mediante sua comparação com outras empresas do mesmo setor), por meio de pessoas especializadas e com expertise para esse tipo de trabalho";
- s. "primeiramente, a legislação e regulamentação aplicáveis não exigem a elaboração de laudos de avaliação para suportar relações de substituição oferecidas em operações de incorporação de ações, tendo os administradores liberdade para estipular tais relações (vide Processo CVM RJ 2007/8844)";
- t. "a LSA não exige que a relação de troca seja baseada em laudo de avaliação. As companhias são livres para estabelecer a relação de substituição. Os laudos que a LSA exige para uma operação de incorporação como a presente são apenas (i) o laudo para fins de aumento de capital da sociedade incorporadora (art. 8º e 252, par. XX da LSA), e (ii) o laudo de patrimônio líquido ajustado a mercado, para fins do art. 264 da Lei nº.6.404/76".
- u. "a existência do laudo do CS comprova superiormente a diligência, o cuidado e a lealdade com que se houveram os administradores das companhias Ipiranga (...)"
- v. "os administradores, examinaram e encaminharam para o CS todas as reclamações e questionamentos que receberam ao longo do processo que antecedeu a celebração do protocolo de incorporação";
- w. "indagaram do CS se em sua análise havia levado em consideração os questionamentos de certos acionistas minoritários das companhias Ipiranga, tendo recebido a resposta que sim. Reuniram-se diversas vezes com o CS, na qualidade de *expert*, para entender e debater a avaliação e seus critérios";
- x. "as aprovações nesta operação obtidas foram todas de maneira unânime por parte dos membros da Diretoria e do Conselho de Administração, sem qualquer ressalva ou abstenção. Recorde-se, neste particular, que entre os membros da administração das companhias Ipiranga há diversos integrantes que foram eleitos por acionistas minoritários e outros que não têm qualquer vinculação com a Incorporadora";
- y. "a única aprovação que não foi unânime, diga-se a bem da verdade, foi no conselho fiscal da Refinaria de Petróleo Ipiranga, na qual o Conselheiro Fiscal Ricardo Magalhães - gestor do Fundo Argúcia, que acompanhou os Reclamantes em parte de suas manifestações perante a CVM (e agora convenientemente se omitiu), confundindo sua posição de gestor de fundo reclamante com a de conselheiro fiscal, apresentou voto previamente elaborado contrário à operação, sem ao menos buscar explicações com os avaliadores";
- z. "independentemente da data de sua divulgação, as relações de substituição naturalmente deveriam ser equitativas quando da convocação da assembléia de acionistas para deliberar as Incorporações de Ações. Por isso, não obstante a determinação das relações de substituição quando da aquisição do controle das Companhias pela Ultrapar, em hipótese alguma as relações previstas teriam sido utilizadas e divulgadas, caso as administrações verificassem falta de equidade nessas relações, sob pena de, aí sim, agirem com falta de diligência";
- aa. "os administradores das Companhias e os representantes do CS estarão presentes nas AGEs para prestar todos os esclarecimentos adicionais que os acionistas das Companhias, inclusive os Reclamantes, eventualmente possuam acerca dos Laudos de Avaliação e das premissas que os informaram".

26. As Companhias também encaminharam **manifestação do Credit Suisse**, datada de 4 dezembro de 2007, prestando os seguintes esclarecimentos (fls.643/654):

- Alegação de que as informações constantes dos laudos são diferentes daquelas divulgadas publicamente pela administração da Ultrapar - Resposta

- a. "para elaboração das avaliações de DPPI, RIPI e CBPI, o CS se baseou em informações fornecidas pelas administrações das Companhias em uma base '*stand alone*', as quais consideraram nenhum tipo de eventual sinergia da Transação, que é o método costumeiramente utilizado em laudos de avaliação arquivados junto a CVM em outros processos similares";
- b. "as declarações dadas pelo Diretor de relações com Investidores da Ultrapar, conforme transcrições que foram incluídas nos itens 20 e 21, foram dadas em um contexto de questionamentos sobre eventuais impactos de sinergias da Transação na margem EBITDA da DPPI e da CBPI. Além disso, o referido Diretor da Ultrapar citou o aumento de margem EBITDA poderia ser alcançado se eventuais aquisições de outras companhias de distribuição de combustíveis fossem efetuadas, eventos com graus de incerteza muito elevados, que jamais poderiam ser considerados em uma avaliação";
- c. "causa grande estranheza para nós que declarações da administração da Ultrapar, dadas em um contexto bastante diferente, sejam utilizadas para outro fim";

- Alegação de que o CS se baseou em informações que não foram objeto de avaliações independentes

- d. "para a elaboração dos laudos de avaliação, o CS se baseou em informações financeiras e operacionais fornecidas pelas administrações das Companhias, as quais foram submetidas a análises de consistência, coerência e razoabilidade. O CS não é uma empresa de auditoria ou dedicada à elaboração de estudos de viabilidade de projetos específicos, e portanto, as declarações constantes nos referidos itens não devem ser considerados como reflexo de qualquer negligência. A declaração constante da parte introdutória do documento foi elaborada conforme os padrões e práticas largamente aceitas pelo mercado";

- e. "para efeito comparativo", o CS transcreveu "alguns exemplos de introduções extraídas de laudos de avaliação realizados em transações similares, elaborados por instituições especializadas, que prescrevem a mesma metodologia e diligência de análise utilizada no (...) Relatório de Avaliação" do CS;
- f. "tais transcrições corroboram o fato de que a avaliação realizada pelo CS representa o padrão adotado pelo mercado e que é amplamente aceito por acionistas em transações desse tipo";
- Tratamento de Reduções de Custos já implementados nas Companhias Ipiranga
 - g. "conforme definidos no Laudo de Avaliação, a data base utilizada para as avaliações foi 30 de setembro de 2007. Desta forma, qualquer reduções de despesas operacionais implementadas anteriormente à Transação obviamente já foram refletidas nas projeções para 2007";
- Capital de Giro da DPPI e CBPI
 - h. "os investimentos futuros em capital de giro foram calculados com base na manutenção dos prazos médios de cada uma das contas contábeis que compõem o capital de giro, com base nos níveis observados em 30 de setembro de 2007 e esperados pela administração das Companhias para o ano de 2007. Esta metodologia pressupõe que a Companhia não irá passar por nenhuma alteração substancial na sua atual política de capital de giro, algo que foi atestado e verificado pelos administradores de CPPI e CBPI";
- Custo da Dívida da Ultrapar e da CBPI
 - i. "para fins de cálculo de WACC deve-se considerar o custo de captação de uma empresa no longo prazo, portanto, utilizar o *yield* atual do Global Note da CBPI não é correto, pois não possui um prazo significativo, visto que seu vencimento ocorre em agosto de 2008 e o WACC deve considerar uma estimativa de custo de dívida de longo prazo. Além disso, conforme Nota 14 do ITR da CBPI do 2T05, em 1 de agosto de 2005, os juros do *Note* da CBPI aumentaram de 7,875% para 9,875%, sendo que, na mesma nota, a empresa informa que recomprará US\$1,3milhões dos US\$135 milhões. Decorre que, se a empresa tivesse um curso de captação menor, teria emitido uma dívida mais barata para recomprar esses títulos";
 - j. "com relação ao custo de dívida de 7,25% a.a. da Ultrapar, ele foi calculado com base no *Eurobond* emitido pela Companhia em 2005 com prazo de 10 anos";
 - k. "outro exemplo que serve para explicar a diferença de custo de dívida entre as duas companhias está na classificação de *rating* recebida por cada uma das emissões. O Global Note da CBPI recebeu *rating* B2 da Moody's, sendo que o *Eurobond* da Ultrapar recebeu BB+ da Standard & Poors. Fazendo uma comparação entre a classificação de duas agências internacionais de *rating*, verifica-se que a emissão da Ultrapar saiu 4 graus acima da emissão da CBPI. Segundo estudos apresentados no *website* de Aswath Damodaran, um dos maiores escritores da literatura de finanças corporativas, o *spread* do custo da dívida de uma empresa com classificação de *rating* B para uma empresa com *rating* BB+ é de 200bps, o que reforça a argumentação de que o uso do *yield* do Global Note da CBPI não é correto";
 - l. "entendemos ainda não ser correto utilizar o custo de emissão das debêntures, uma vez que o nosso WACC foi estimado em dólares, e a utilização das debêntures demandaria arbitramentos quanto à taxa de câmbio e quanto aos cupons implícitos para conversão do custo da dívida de Reais para dólares, um caminho que julgamos desnecessário dado que as duas companhias possuem títulos de dívida em dólar".

1.7. Do segundo pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência das AGE

27. Em **03 de dezembro de 2007**, foi protocolizado um segundo pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência das AGE de RPI, DPPI e CBPI ("segundo pedido de interrupção"), por **Argúcia Income Fundo De Investimento Em Ações, Sparta Fundo De Investimento Em Ações e Vinson Fund, Llc**, acionistas minoritários dessas Companhias (fls.537/574).
28. Em sua correspondência, os fundos alegam, resumidamente, o que se segue:
- Inconsistência no Laudo DB: perda patrimonial dos minoritários decorrente do critério de avaliação adotado pelas Companhias
 - a. "o critério de avaliação das companhias, adotado para os fins e efeitos da incorporação de ações (quarta etapa da operação), à qual se seguirá a 'segregação de ativos' (quinta etapa da operação), implica em significativa perda patrimonial para os minoritários, na medida em que a relação de substituição das ações das incorporadas por novas ações da incorporadora está sendo determinada com base na avaliação das companhias envolvidas pelo método do fluxo de caixa descontado ('DCF'), o qual (...) atribui para determinados ativos, investimentos e unidades de negócios (que são aqueles já vendidos para Petrobras e Braskem) um valor significativamente menor que o preço de venda já contratado";
 - b. "avaliar-se ativo cuja alienação já está contratada, por preço definido, com base no fluxo dos rendimentos futuros que possam ser por ele gerados constitui verdadeiro *nonsense*, além de provocar distorção - como neste caso - que impacta diretamente o valor da participação dos minoritários na operação";
 - c. "os minoritários daquelas companhias cujas ações serão incorporadas - e proprietários de segundo grau de cerca de 71,5% daqueles bens - (i) receberão participação na Ultrapar com base em avaliação irreal e inferior à que seria justa e, ainda, (ii) verão a 'socialização' do ganho na alienação desses ativos das companhias entre todos (antigos e novos) os acionistas da Ultrapar (vez que a segregação e venda dos ativos se dará após a incorporação de ações), muito embora esses mesmos ativos já integrassem o patrimônio das companhias - e, portanto, indiretamente o dos acionistas minoritários - antes da incorporação";
 - d. "as tabelas anexas demonstram que se as avaliações das companhias CBPI, DPPI e RPI levassem em conta (...) o valor real (isto é, o seu preço de venda já contratado) dos ativos a serem segregados, o preço por ação de cada uma das companhias seria bem outro (os números abaixo referem-se ao laudo do Deutsche Bank)" (fls.602/606):
 - a. ações da CBPI: valor do laudo - R\$ 28,39; valor ajustado considerando-se o preço de alienação dos ativos - R\$ 32,11 (variação de 13,1%);
 - b. ações da DPPI: valor do laudo - R\$ 43,28; novo valor em razão do ajuste na CBPI e da venda dos ativos petroquímicos - R\$ 45,87 (variação de 6,0%);
 - c. ações da RPI: valor do laudo - R\$ 54,35; novo valor por referência aos ajustes na CBPI e DPPI, e da venda dos ativos petroquímicos - R\$ 63,84 (variação de 17,5%);
 - e. "o estabelecimento de parâmetros de avaliação que não reflitam a realidade dos fatos efetivamente ocorridos compromete a legalidade da operação de incorporação e submete os minoritários ao arbítrio do controlador, que -- destaque-se -- delibera como parte e contraparte na operação";
 - f. "os seus antigos proprietários, isto é, o conjunto dos acionistas do Grupo Ipiranga, titulares, em segundo grau, dos bens que integram o patrimônio das diversas companhias de que são sócios, estão recebendo tratamento bastante diferenciado, em detrimento dos legítimos interesses dos

acionistas minoritários preferenciais, na medida em que estes estarão recebendo (conforme proposto pela Ultrapar) pela sua quota-parte (de 71,5%) no patrimônio das companhias um valor menor (por ação) que o pago às ações ordinárias, prejuízo este que é agravado pelo fato de o pagamento no caso dos acionistas preferenciais ser – não em dinheiro – mas em ações da Ultrapar – e, reiterar-se, quantidade de ações inferior à devida, tendo em conta a incorreção da relação de troca”;

- g. "foram assumidos, no quadro abaixo, dois cenários diferentes: o primeiro ('Cenário 1'), presumido pelo laudo do Deutsche Bank (doravante referido como 'Laudo DB'), assume como premissa a adesão de todos os ordinaristas não-controladores de RIPI, DPPI e CBPI às respectivas ofertas públicas de aquisição de controle – que, à época de confecção do Laudo, ainda não haviam ocorrido. No segundo ('Cenário 2'), consideramos a adesão que efetivamente ocorreu nessas ofertas, que foi de 88,4% das ações ordinárias de RIPI, 82,2% das de DPPI e 52,2% das de CBPI”;
- h. "o quadro abaixo ilustra que a diferença entre ambos os cenários não é significativa. É importante frisar que, em ambos os cenários, considerou-se o valor das empresas do Grupo Ipiranga como aquele determinado pelo Laudo DB, e considerou-se como valor das ações de Ultrapar a serem emitidas para os acionistas não controladores de RPI, DPPI e CBPI (cujas ações serão incorporadas) a cotação de fechamento das ações preferenciais de Ultrapar na BOVESPA no dia 16/03/2007, imediatamente anterior à data de divulgação da operação, de R\$49,29”;

		Total	Controladores	ON Aderente	ON Não-Aderente	PNs Mercado
% do Grupo Detida	Cenário 1		21,3%	7,2%	n.a.	71,5%
	Cenário 2		21,3%	5,0%	2,2%	71,5%
% do Valor Total Pago	Cenário 1		38,1%	13,6%	n.a.	48,5%
	Cenário 2		38,9%	10,7%	1,0%	49,5%
Valor Pago	Cenário 1	5.463	2.079	739	n.a.	2.645
	Cenário 2	5.350	2.079	572	54	2.645
Forma de Pagamento		Dinheiro e Ações	Dinheiro	Dinheiro	Ações	Ações

- i. "os dados e informações constantes do quadro acima permitem as seguintes conclusões”:
- j. "o valor total que estará sendo pago em dinheiro (R\$2,8 bilhões e R\$2,6 bilhões, nos Cenários 1 e 2, respectivamente) e em ações da Ultrapar (R\$2,6 bilhões e R\$2,7 bilhões, nos Cenários 1 e 2, respectivamente) ao conjunto dos acionistas do Grupo Ipiranga monta a cerca de R\$5,5 bilhões para o Cenário 1 e R\$5,3 bilhões para o Cenário 2”;
- k. "aos antigos acionistas controladores do Grupo Ipiranga, titulares de uma participação societária de cerca de 21,3% no Grupo, em ambos os cenários, foi paga, em dinheiro, a quantia de R\$2,070 bilhões (em ambos os cenários), que corresponde, respectivamente, a 38,1% e 38,9% do total indicado na letra "i" nos Cenários 1 e 2”;
- l. "aos acionistas ordinários não controladores de RPI, DPPI e CBPI que aderiram às ofertas de *tag along* – titulares de uma participação de aproximadamente 7,2% no Grupo Ipiranga no Cenário 1 e de 5,0% no Cenário 2 – estará sendo paga nas OPA's de *tag along*, também em dinheiro, cerca de R\$739,4 milhões no Cenário 1 e R\$571,8 milhões no Cenário 2, que correspondem a 13,6% e 10,7% da quantia referida na letra "i" nos Cenários 1 e 2, respectivamente”;
- m. "aos acionistas ordinaristas de RPI, DPPI e CBPI que não aderiram às ofertas de *tag along* (hipótese só cabível no Cenário 2), titulares de uma participação de aproximadamente 2,2% do Grupo Ipiranga, estariam sendo pagos, em ações da Ultrapar (e não em dinheiro), somente o equivalente a R\$54,5 milhões, que corresponderiam a apenas 1,0% do valor total que está sendo pago por 100% da empresa”;
- n. "finalmente, para os acionistas preferenciais de RPI, DPPI e CBPI, que são os proprietários em segundo grau da maior parte (71,5% em ambos os cenários) do valor econômico do Grupo, estariam sendo pagos, em ações da Ultrapar (e não em dinheiro), somente o equivalente a R\$2,6 bilhões (em ambos os cenários), que corresponderiam a apenas 48,5% e 49,5% do valor total que está sendo pago por 100% da empresa nos Cenários 1 e 2, respectivamente”;
- o. "por sua notoriedade e grande similitude com a questão discutida nesta Reclamação, os Reclamantes incorporam às presentes razões os fundamentos lançados em decisão proferida pelo Colegiado da CVM em caso exemplar de abuso do controlador: a incorporação das ações da Tele Centro Oeste Celular Participações S/A (TCOC) pela Telesp Celular Participações S/A (TCP) (o caso TCOC, objeto do Processo CVM nº RJ/2003/12770) - e que se aplica integral e perfeitamente a esta reclamação, já que, neste caso, será caracterizada de maneira incontestável a 'cessão de empresas' do Grupo Ipiranga aos controladores"(12);
- p. "no caso versado nesta Reclamação a prova do dano desponta evidente e clara: quer-se avaliar por valor de fluxo de caixa descontado ativos objeto de alienação a preço certo. Não há como se considerar como fluxo de valor financeiro o que é estoque desse valor (o preço pago em troca da propriedade do ativo alienado)”;

• Inconsistência no Laudo APSIS: atribuição de valor inferior ao preço contratado pelos ativos alienados à Petrobras e à Braskem prejudicaria direito de reembolso pelo maior valor

- q. "na avaliação feita pela APSIS Consultoria, dos **patrimônios líquidos a preços de mercado**, da incorporadora e das companhias que terão suas ações incorporadas, também foi atribuído aos ativos, investimentos e unidades de negócios já vendidos para Petrobras e Braskem um valor inferior ao preço contratado”;
- r. o "equivoco no laudo da APSIS é analisado no trabalho em anexo, elaborado pela empresa HIRASHIMA & ASSOCIADOS, a pedido do primeiro dos Reclamantes, no qual é apresentado o valor correto dos patrimônios líquidos a preços de mercados de RPI, DPPI e CBPI, considerando-se os ativos e unidades de negócios a serem alienados para Petrobras e Braskem por seus respectivos preços de venda" (fls.608/619);
- s. "o quadro abaixo mostra a divergência entre o preço de venda dos Ativos de Distribuição Norte (vendidos para a Petrobras) e dos Ativos Petroquímicos (vendidos para a Petrobras e a Braskem) e o atribuído a esses mesmos ativos nas avaliações da APSIS (patrimônio líquido a preços de mercado), do Deutsche Bank e Credit Suisse (fluxo de caixa descontado)”:

R\$	Preço de Venda	APSIS (PL a mercado)	Deutsche Bank (Valor Econômico)	Credit Suisse (Valor Econômico)
Ativos Petroquímicos	2.496 milhões	1.275 milhões	2.104 milhões	2.146 milhões
Ativos de Distribuição Norte	1.114 milhões	654 milhões	882 milhões	789 milhões

- t. "como demonstrado em quadro anexo, se considerados os valores corretos dos patrimônios líquidos a preços de mercado (isto é, atribuindo-se aos ativos alienados valor igual ao preço de venda), em todas as três incorporações de ações – e não apenas no caso da DPPI – a relação de substituição resultante de comparação dos patrimônios líquidos de incorporadora e incorporada, a preços de mercado, é mais vantajosa que as constantes dos Protocolos de Incorporação(13). Daí resulta que, não apenas na incorporação das ações da DPPI, mas também nas da RPI e da CBPI, os acionistas dissidentes teriam a opção de exigir o reembolso pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado" (fls.620);

• Conclusão

- u. "é, em suma, falha imputável (a) aos avaliadores, que elaboraram laudos que não levam em conta evento já contratado – a venda de unidades de negócios para a Petrobras e Braskem por preço superior ao das avaliações, (b) aos administradores de todas as companhias envolvidas, que se omitiram no seu dever de diligência e aprovaram o Protocolo de Incorporação com condições prejudiciais aos acionistas preferenciais das companhias que terão suas ações incorporadas pela Ultrapar, e (c) à controladora Ultrapar, que abusando de sua posição, propôs tal operação, que fará aprovar com o peso de suas ações de controle, que trará enormes perdas aos acionistas minoritários (no voto) – porém, majoritários na titularidade indireta do patrimônio ilicitamente apropriado (ao menos em parte)";
- v. "a aprovação, pela Ultrapar, da operação de incorporação de ações da CBPI, da DPPI e da RPI nas condições propostas e divulgadas configura caso típico de abuso do poder de controle, com ofensa às normas do art. 15 da Instrução CVM nº 319, do art. 115 (caput) e seu § 3º da Lei nº 6.404/76 e, ainda, às letras "a" e "b" do § 1º do art. 117".

1.8. Da Manifestação das Companhias quanto ao segundo pedido

29. Instadas a se manifestar por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/Nº400/07, em 04 de dezembro de 2007 (fls.621/625), as Companhias responderam, em 11 de dezembro de 2007, o que se segue (fls1263/1289):

• Inadequação do procedimento do art. 124, II, à pretensão

- a. "não é preciso fazer qualquer esforço para se perceber que, no fundo, o que os Reclamantes pretendem discutir são os próprios Laudos de Avaliação. Nada além disso. Parece claro que a discussão de laudos de avaliação é naturalmente aquela que demanda maior dilação probatória e aprofundado exame por parte da CVM, conforme a CVM já deixou claro em diversos precedentes, inclusive naquele tão citado pelos Reclamantes como o da TCOC, onde tanto a área técnica quanto o Colegiado disseram não ter condições de examinar o laudo no prazo previsto no procedimento do art. 124, II";

• Transferência dos Ativos

- b. "a reestruturação não tem por finalidade permitir a entrega dos ativos de interesse de Braskem e Petrobras. Basta que se veja, conforme constou expressamente do comunicado ao mercado divulgado em 19 de abril de 2007, que há uma previsão específica de reestruturação alternativa, pela qual a gestão e o controle destes mesmos ativos serão entregues à Braskem e Petrobras e ao invés de se realizar apenas uma reorganização, como no caso presente, serão realizadas, pelo menos, três";

• Prêmio de Controle

- c. "como constou expressamente do comunicado ao mercado de 19 de abril de 2007, e os contratos apresentados à presidência desta D. CVM o provam, o valor dos tais Ativos Distribuição Norte e Ativos Petroquímicos não é linear. É decomposto em 3 partes. A razão, esta sim, é evidente. É que no preço pactuado está, como não poderia deixar de ser, pois foi esse o negócio primeiro e necessário, sem o qual não haveria operação, a aquisição do bloco de ações que representa o controle acionário das companhias Ipiranga e o direito de controlar e gerir os seus ativos e negócios e, como consectário legal disso, a obrigação de arcar com o custo relativo à oferta pública obrigatória do art. 254-A";
- d. "as duas primeiras parcelas do preço referem-se à aquisição do controle e ao prêmio de controle e ao *tag along*, basta que se veja que a primeira parte foi paga quando da aquisição do controle das companhias Ipiranga; a segunda parte, quando da liquidação das ofertas públicas obrigatórias";
- e. "portanto, parte do preço refere-se à aquisição do controle e embute naturalmente o chamado prêmio de controle. O prêmio de controle, conforme já explicou superiormente José Luiz Bulhões Pedreira (Lei da S.A., vol. II, p. 652 e 653)(14), não pertence à companhia ou ao negócio, nem aos acionistas minoritários, mas ao detentor do controle. Ao controlador final";
- f. "caso não se implemente a reorganização societária e se proceda à reorganização alternativa, o que significará a transferência dos ativos em questão juntamente com os acionistas minoritários, a maior parte do preço já terá sido paga (notadamente a primeira e a segunda parte), justamente porque se refere à aquisição do bloco de controle e não haverá o pagamento da terceira parte. Neste caso também fica patente a falácia da argumentação dos Reclamantes, já que não existiria forma de aferir o suposto preço dos ativos";

• Inconsistência dos Laudos

- g. "a uniformidade de critério e a consistência são requisitos essenciais nos laudos que informam as operações de incorporação entre controlada e controladora. Puderam, é a forma de se assegurar a comparabilidade e se aferir a equitatividade na relação de troca";
- h. "este princípio, tão lógico quanto básico, seria frontalmente violado caso se adotasse o critério proposto pelos Reclamantes para qualquer um dos laudos, seja para os de fluxo de caixa, seja para o de patrimônio líquido a mercado";
- i. "primeiramente, porque os laudos partem de uma visão global do avaliador que convém seja respeitada, sob pena de se fazer um laudo misto, híbrido e por isso imprestável";
- j. "em segundo lugar, porque isso retiraria a consistência dos laudos e comprometeria sua função principal que é a de aferir a relação de troca proposta. É fácil explicar. Os laudos foram pedidos para que os avaliadores, de forma independente, apurassem a relação de troca resultante de suas avaliações, segundo as suas visões das companhias e seus negócios. O inconsistente critério proposto significaria adotar critérios incompatíveis, quais sejam fluxo de caixa (ou preços de mercado) para certos negócios e suposto valor negociado para outros, o que tornaria os laudos imprestáveis para efeito de comparabilidade, na medida em que estariam sendo comparados negócios equivalentes por critérios distintos. Certos negócios de acordo com a visão do avaliador do fluxo de caixa a valor presente (ou preços de mercado); outros negócios de acordo com o suposto preço negociado";
- k. "para que se pudesse adotar o equivocado critério proposto pelos Reclamantes o mínimo que deveria ser feito é avaliar todas os negócios segundo estes critérios, sob a ótica da possível venda para um adquirente estratégico, inclusive da Ultrapar. Ou seja, neste caso também a Ultrapar deveria ser avaliada sob a ótica de sua aquisição por um comprador estratégico que levasse em consideração sinergias e prêmio de controle";
- l. "adicionalmente, no caso em tela, os Laudos de Avaliação não poderiam mesmo considerar o preço que será, eventualmente, pago por Petrobras e Braskem à Ultrapar na etapa de segregação dos ativos";
- m. "seja porque tal alienação dos negócios e dos ativos, na forma apresentada pelos Reclamantes, não foi sequer concretizada. O negócio só se

efetivará se a Incorporação de Ações for aprovada nas AGES. Ou seja, não há nenhum fundamento jurídico ou econômico que obrigue que referido preço componha, desde já, os Laudos de Avaliação, se o negócio ainda não foi efetivado. Caso não haja a incorporação a transferência da gestão e do controle dar-se-á de outra forma, como já se disse acima, na qual a pretendida referência de preço construída pelos Reclamantes se perde”;

- n. "seja porque não faria qualquer sentido nas circunstâncias estabelecer uma relação de troca baseada em avaliações de ações por métodos diferentes. Para que se obtivesse um resultado equitativo, lógico e compreensível era preciso, como realmente fizeram os avaliadores, tomar como referência um único critério pois se estava a procura de valores que pudessem ser comparados entre si para estabelecer as trocas decorrentes das incorporações”;

• Estudo do Dr. Hirashima

- o. "o estudo do Dr. Hirashima propõe que se substitua o valor dos ativos pelo valor do negócio e, mais ainda, de um negócio que envolveu a troca do controle e onde foi pago sabidamente um prêmio de controle. Para os demais ativos, especialmente aqueles da Ultrapar, a avaliação estaria correta e, portanto, não se deveria considerar o valor do negócio nem o prêmio de controle. Além da inconsistência flagrante que seu critério propõe, o Dr. Hirashima pressupõe uma interpretação equivocada do que seria a avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado”;
- p. "a avaliação de patrimônio líquido ajustado a preços de mercado é reconhecidamente uma avaliação que não considera o valor do negócio e os efeitos econômicos decorrentes da avaliação do negócio”;
- q. "conforme deixa claro o par. 2º do art. 264, as participações nas sociedades incorporadas deverão ser avaliadas através do método da equivalência patrimonial no patrimônio líquido das sociedades investidas avaliado a preços de mercado”;
- r. "uma das preocupações do art. 264, no tocante à relação de troca pelo critério de patrimônio líquido a preços de mercado, é evitar que a controladora, considere na relação de troca o valor do controle acionário e, por isso, no par. 2º, procura eliminar este efeito. Pois bem: o critério do Dr. Hirashima faz com que não só a controladora não considere o valor do controle, mas que a controlada cobre da controladora o valor do controle”;
- s. "o balanço de patrimônio líquido ajustado a preços de mercado parte da contabilidade e não é um balanço econômico. Este valor comumente difere do valor da empresa em marcha, porque enquanto resultado da soma algébrica dos valores individuais não considera os efeitos dos fluxos financeiros que estes ativos utilizados ordenadamente podem gerar. No valor do negócio ou da empresa, tem-se o produto da utilização conjunta dos elementos patrimoniais. E, mais do que isso, tem-se o produto do efeito sinérgico”;
- t. "não é difícil perceber o rematado equívoco. O preço que eventualmente será pago para os denominados Ativos Petroquímicos e Ativos Distribuição Norte não equivalem à avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado, porque embutem além do prêmio de controle, o efeito sinérgico destes ativos de maneira agregada e, ainda, o fluxo financeiro que estes ativos podem gerar, sem se considerar outras questões como aquisição por um comprador estratégico, entre outros”;
- u. "aliás, no caso específico dos Ativos Petroquímicos há um erro ainda mais clamoroso, pois na medida em que os Ativos Petroquímicos na verdade estão representados pela participação na Ipiranga Química S.A., o que está sendo avaliado é o valor da ação de uma sociedade em uma operação de aquisição de controle, que é tudo que o art. 264 não quer e não permite, conforme a eloqüente prova do seu par. 2º”;
- v. "a rigor, o critério do Dr. Hirashima tem ainda um outro equívoco, pois se, conforme o caput do art. 264 da LSA, a avaliação deve ser feita segundo o mesmo critério e na mesma data o laudo de patrimônio líquido ajustado a preços de mercado deveria fazer referência à data da fixação do preço, qual seja 19 de março de 2007”;

• O voto do Conselheiro Ricardo Magalhães

- w. "o Sr. Ricardo Magalhães, na qualidade de conselheiro fiscal da RPI, mas certamente exorbitando de sua função e confundindo seus papéis de conselheiro fiscal e de gestor e sócio sênior da Argúcia, examinou os documentos da operação de maneira marcadamente 'enviezada', procurando não encontrar, mas criar, construir defeitos. Os acertos não lhe interessam”;
- x. "conforme informa o site da Reclamante Argúcia (www.argucia.com.br), o Sr. Ricardo Magalhães é seu sócio sênior e responsável pela gestão dos fundos de renda variável da Argúcia Capital Management, formado em engenharia de produção e de sistemas, pós graduado em engenharia financeira, mestre em engenharia de produção, com concentração em análise de investimento e financeira, e CFA”;
- y. "de forma preconcebida compareceu à reunião do conselho fiscal determinado a se manifestar contrariamente à operação e, sem nem mesmo buscar esclarecimentos quanto aos pontos que entendia equivocados, apresentou voto de 14 laudas, descendo a minúcias, que provam o rigoroso escrutínio a que submeteu os laudos. Verdadeira devassa. Apontou alguns supostos, mas verdadeiramente inexistentes equívocos (que são, em essência, aqueles que constam da reclamação da Mercatto), coincidentemente todos em uma única direção ...”;
- z. "todavia, das 14 laudas de seu detalhado e minucioso voto, no qual examinou os laudos, não constam nenhum dos erros grosseiros que agora brada em sua reclamação. E porque não apontou? Porque não identificou? É difícil de acreditar que para um especialista como ele, se houvesse erro tão clamoroso e fácil de identificar, este não tivesse sido incluído nas 14 laudas de voto ... A resposta é óbvia, desse erro o Sr. Ricardo Magalhães não falou porque não há erro”;

• Precedente Inaplicável

- aa. "independentemente do acerto ou não da decisão do Colegiado da CVM no chamado caso TCOC (Processo CVM nº RJ 2003/127780), que foi tomada por maioria e contrariamente à posição da área técnica, importa destacar que o presente caso não é nem mesmo semelhante àquele precedente, apesar das distorções feitas pelos Reclamantes no voto vencedor”;
- ab. "conforme se pode ver com clareza do voto vencedor daquele caso (e os reclamantes silenciam e omitem), o que se suspeitava ali e se justificava é que ter-se-ia avaliado a empresa e feito uma conta 'do fim para o começo', de maneira que o resultado seria o de pagar aos acionistas preferencialistas valor menor do que o da empresa”;
- ac. "no caso presente não há qualquer acusação ou mesmo suspeita que se tenha feito qualquer conta do fim para o começo ou mesmo que a operação tenha as supostas mesmas motivações que existiram na operação TCOC”;
- ad. "de outro lado, conforme já se mostrou no início desta manifestação, a reorganização é impositiva e mesmo esperada pelo mercado há muitos anos para o fortalecimento das companhias e inegavelmente traz valor para os acionistas minoritários e para as companhias envolvidas”;
- ae. "além disso, a reorganização não é necessária para que Braskem e Petrobras tenham o controle e a gestão dos ativos que lhes interessam, o que também afasta a discussão a respeito de 'cessão de empresa' por incorporação de ações”;
- af. "embora os Reclamantes falem em cessão de empresa, é importante dizer que este conceito foi desenvolvido na época em que as relações de troca eram estabelecidas com base no valor de patrimônio líquido contábil, que, como se viu, não capturava o suposto valor da empresa, notadamente nas incorporações de instituições financeiras em dificuldades. Para isso havia o hoje revogado art. 255 da LSA, que exigia, naqueles casos, que se zelasse para atender o tratamento equitativo”;

- ag. "de fato, após a decisão do caso TCOC, a CVM emitiu o Parecer de Orientação nº 34/2006, que endereça uma série de preocupações legítimas em caso de incorporação de ações de controladas e termina por considerar haver impedimento de voto em casos de benefício particular em incorporações e incorporações de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade";
- ah. "no caso presente não há tratamento diferenciado entre as ações. Na incorporação de ações estão todas as ações sendo tratadas e avaliadas de maneira rigorosamente idênticas, sem distinguir qualquer diferença de valor entre elas";

• Relação de troca equitativa

- ai. "a relação de troca é equitativa e adequada, especialmente para os acionistas minoritários, que maior benefício usufruirão da reorganização societária";
- aj. "a avaliação econômica por fluxo de caixa descontado é a que melhor traduz o valor da empresa e permite a comparação entre as companhias, especialmente para fins de estabelecer a relação de troca";
- ak. "para esse fim, foram apresentados laudos de 2 instituições de renome internacional e reconhecida capacidade técnica com expertise na avaliação de empresas";
- al. "por sua vez, o laudo adicional exigido pelo art. 264 da LSA, também atesta a equitatividade da relação de troca, mediante a avaliação dos patrimônios líquidos das sociedades a preços de mercado, por critérios uniformes e consistentes, para permitir a comparabilidade";
- am. "equivocam-se, ainda, os reclamantes quando tentam impressionar e dizem que se houvesse a alienação dos ativos antes da incorporação eles receberiam valor significativamente maior. Não é verdade, conforme se pode verificar do Acordo de Investimentos e do comunicado ao mercado de 19 de abril de 2007, pois caso não haja a incorporação de ações, será transferido o controle indireto destes ativos, sem qualquer pagamento para os acionistas minoritários, que continuarão como acionistas da parcela cindida e transferida para Petrobras e Braskem";

• Atuação dos Administradores

- an. "para se constatar a alegada, mas certamente inexistente, falta de dever de lealdade e de diligência dos administradores das companhias Ipiranga ou prática de abuso de poder do acionista controlador seria necessário (i) primeiramente comprovar o equívoco nas relações de troca, em prejuízo das Companhias incorporadas e (ii) só depois verificar se, à luz dos eventuais erros técnicos provados, os administradores ou os acionistas controladores, de acordo com o padrão legal, deveriam ter agido de maneira diferente";
- ao. "destaque-se que a situação dos presentes autos é semelhante àquela discutida no Processo CVM RJ 2007/3453, no qual, igualmente, se questionava a conduta dos administradores, à luz dos deveres prescritos pela LSA, que aprovaram a submissão de proposta de incorporação de ações à assembléia geral";
- ap. "nesse processo administrativo, como bem apontado pelo ex-Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, a eventual atuação ilegal dos administradores não geraria 'anulação da deliberação, mas, tão somente, de eventual responsabilização dos administradores. Essa responsabilização, entretanto, não pode ser feita neste procedimento específico. Por essa razão, não analisarei a existência efetiva dessa violação legal' ".

30. As Companhias encaminharam, também, manifestação dos avaliadores Deutsche Bank, Credit Suisse e Apsis, na qual são prestados os seguintes esclarecimentos (fls.1298/1304):

• Deutsche Bank

- a. "como apresentado no Laudo na página i, 'o Deutsche Bank se baseou nas informações contidas nas demonstrações financeiras auditadas das companhias avaliadas, em certas informações financeiras e de outras informações cuja natureza é de conhecimento público relacionadas à Ultrapar e ao Grupo Ipiranga, bem como certas análises e outras informações internas gerenciais que nos foram fornecidas pela administração da Ultrapar e do Grupo Ipiranga. O Deutsche Bank também manteve conversas com funcionários e executivos seniores da Ultrapar e do Grupo Ipiranga, e com relação a certos ativos com executivos seniores da Braskem, tendo sido o foco de tais conversas os negócios e as perspectivas das respectivas companhias e as operações combinadas das empresas aqui relacionadas. Adicionalmente, o Deutsche Bank (i) analisou as cotações dos valores mobiliários de emissão da Ultrapar e do Grupo Ipiranga, (ii) comparou as informações do mercado de ações sobre Ultrapar e Grupo Ipiranga com informações similares de outras companhias cujos valores mobiliários são negociados, (iii) analisou os termos e condições financeiras de certas fusões ou aquisições de negócios comparáveis no todo ou em parte com o objeto da presente análise, (iv) revisou os termos da transação envolvendo Ultrapar e o Grupo Ipiranga, e (v) realizou todos os outros estudos e análises que julgou apropriados";
- b. "na página 03 do mesmo Laudo afirmamos que 'Dentre as diferentes metodologias apresentadas no presente Laudo, o Deutsche Bank acredita que o valor econômico baseado no DCF e múltiplos comparáveis são as metodologias mais aplicáveis para avaliar a Ultrapar e o Grupo Ipiranga' ";
- c. "desta forma, reiteramos que a metodologia de avaliação mais apropriada dos ativos em questão deve refletir a capacidade de geração de caixa da cada companhia, o que é consistente com a avaliação por meio de fluxo de caixa descontado a valor presente e múltiplos de valor. Assumir que o valor das companhias deveria ser determinado por um contrato privado entre três empresas (Ultrapar, Braskem e Petrobras) contraria esta lógica e vai contra as teorias de finanças corporativas e práticas de mercado, e, portanto, é metodologia incorreta para os fins que se propõe o Laudo. Note-se, também, que tal contrato é incompleto para o que propõem os Reclamantes, pois não apresenta um valor para a Ultrapar";
- d. "adicionalmente, os valores apresentados em tal contrato não são a expressão independente do Deutsche Bank sobre valor, como o feito no Laudo. O Laudo foi feito a partir de premissas homogêneas e consistentes para todas as empresas e considera que todas as empresas operam individualmente (avaliação 'on a stand-alone basis') e exclui potenciais sinergias que possam resultar da transação proposta (Laudo, pg. 23). Todos os valores apresentados no Laudo são comparáveis e estão a valor presente na mesma data base";
- e. "o método sugerido pelos Reclamantes não atende às finalidades do Laudo pois: i) não representa uma avaliação independente do Deutsche Bank, ii) o contrato não apresenta uma valoração da Ultrapar e portanto seria muito difícil garantir a consistência da valoração da Ultrapar com a valoração das outras empresas, iii) não temos indicação de que a valoração apresentada no contrato reflete a capacidade de geração de caixa de cada companhia (ou se reflete apenas o resultado de uma negociação), iv) não temos indicação de que as premissas de valoração das companhias foram homogêneas, v) não sabemos se a valoração foi feita "on a stand-alone basis" e se exclui potenciais sinergias, e vi) não se conforma com a legislação aplicável, com a teoria de finanças corporativa disponível e tampouco com as práticas de mercado";
- f. "reafirmamos por meio da presente correspondência todo o trabalho contido no Laudo. A elaboração de tal Laudo reflete uma análise independente do Deutsche Bank, atende a legislação aplicável e seguiu as melhores práticas recomendadas para trabalhos dessa natureza, de acordo com o elevado padrão de qualidade do Deutsche Bank";

• Credit Suisse

- g. "o Credit Suisse foi contratado pelas Companhias para realizar uma avaliação **independente** dos ativos envolvidos na Transação. Para realizar a avaliação independente dos ativos, julgamos o método de fluxo de caixa descontado ('DCF') é o mais adequado porque este: (i) reflete o valor intrínseco dos ativos; (ii) captura apropriadamente as oportunidades da empresa, ajustando distorções extraordinárias e; (iii) incorpora o

crescimento da empresa, fruto de investimentos futuros. Além disso, o método de fluxo de caixa é notadamente uma referência para avaliações de ativos, tendo sido utilizado em diversos outros laudos com propósitos similares”;

- h. "no caso desta Transação, a avaliação do valor econômico dos ativos por DCF ou por múltiplos é a mais apropriada, pois se atém ao valor intrínseco dos ativos, sem entrar em considerações sobre quem é o comprador dos ativos, sinergias existentes, prêmios de controle, liquidez dos ativos ou outros fatores de natureza similar”;
- i. "aplicar o método solicitado pelos requerentes é inadmissível, pois i) existe incerteza quanto ao desembolso da terceira parcela por Petrobrás e Braskem, sendo que a ocorrência da incorporação de ações é condição precedente para tal desembolso, e se a incorporação não ocorrer e outra alternativa for implementada, inexistirá valor definido para os ativos; ii) seria impossível garantir a uniformidade dos critérios para avaliação dos ativos, na medida em que não existe um parâmetro similar para avaliar os ativos de distribuição Sul ou os ativos da Ultrapar; e iii) a independência do Credit Suisse como avaliador estaria comprometida, pois ele não estaria expressando sua visão sobre o valor dos ativos, mas tão somente a visão do compradores”;

• **Apsis**

- j. "na análise do processo juntamente com o parecer sobre o laudo de avaliação elaborado pela Apsis, onde o consultor [Dr. Hirashima] contratado apresenta uma cuidadosa revisão do laudo, concluímos que o único ponto sobre o laudo por ele levantado refere-se a uma divergência conceitual de valor, direcionada exclusivamente aos chamados Ativos Petroquímicos e de Distribuição Norte”;
- k. "com base na literatura técnica, é importante destacar que existem os seguintes padrões de valor":
 - i. "VALOR JUSTO DE MERCADO: É o tipo de valor mais aceito e reconhecido (simplesmente como valor de mercado), e a hipótese determinante para o seu cálculo pode ser expressa como 'o valor pelo qual o bem troca de propriedade entre um potencial vendedor e um potencial comprador, quando ambas as partes têm conhecimento razoável dos fatos relevantes e nenhuma das partes está sob pressão de fazê-lo' (definição da *American Society of Appraisers - ASA, Valuing a Business, Shanon Pratt, 3ª edição*)”;
 - ii. "VALOR DE INVESTIMENTO: É o valor para um investidor em particular, baseado em interesses particulares no bem em análise. De acordo com Shanon Pratt, existem várias razões para o valor de investimento ser diferente do valor justo de mercado, entre elas: (i) diferentes percepções de risco e desempenhos futuros; (ii) sinergias com demais empresas de um investidor; (iii) diferentes planejamentos tributários; e (iv) prêmios relacionados ao direito de controle”;
- l. "o segundo ponto a considerar é a finalidade/propósito do laudo de avaliação da Apsis. A Apsis foi contratada para calcular as relações de substituição das ações de RPI, DPPI e CBPI não pertencentes à ULTRAPAR, por ações da ULTRAPAR, avaliados os patrimônios de todas as sociedades **segundo os mesmos critérios e nas mesmas datas a preços de mercado**, para os fins do art. 264 da Lei n.º 6.404, de 15.12.1976 (Lei das S/A). Conforme previsto no caput do referido artigo, adotamos o **valor justo de mercado** como padrão de valor para avaliação dos **patrimônios líquidos a preços de mercado das companhias**, seguindo toda a regulamentação aplicável, e tomando por base a venda ou liquidação dos ativos e exigíveis separadamente. Entendemos que a proposta de cálculo apresentada pelo consultor fere a uniformidade de critérios requisitada pela lei, pois implicaria na avaliação de partes das companhias por um critério e de outras partes e/ou companhias por outro critério. Também consideramos a proposta do consultor inadequada, pois implicaria na avaliação do negócio com todos os prêmios e sinergias sob a ótica de um investidor específico (valor do investimento), e não o valor justo de mercado dos ativos e exigíveis das companhias”;
- m. "após a exposição dos pontos relevantes acima, ressaltamos que, se adotada a sugestão do consultor, estaríamos ferindo o quesito legal (artigo 264 da Lei das S/A) e invalidando o propósito do laudo. Em relação a este ponto é importante notar o parágrafo 2º do artigo 264, que indica que no laudo a mercado deve-se excluir o prêmio de controle na controladora, justamente para que seja mantida a uniformidade de critérios de avaliação entre controlada e controladora. Entendemos que, caso fosse adotado o critério apontado pelo consultor, estaríamos alocando o prêmio de controle às controladas o que, para fins de uniformidade de critérios, também não seria adequado”;
- n. "finalizando, acreditamos que, se os pontos levantados na referida petição fossem razoáveis, todas as avaliações realizadas para atendimento do artigo 264 nos casos de companhias que possuíssem controladas conteriam este mesmo 'erro' de critério de avaliação, o que não nos parece ser o caso”;
- o. "com base no acima exposto, entendemos não serem procedentes as argumentações referidas na petição e pelo consultor, estando o laudo elaborado pela Apsis perfeitamente aplicável às exigências legais”.

31. Em complemento a essa manifestação, as Companhias protocolizaram, em 12 de dezembro de 2007, anexando parecer do Prof. Eliseu Martins, referente à avaliação do patrimônio a mercado (fls.1327/1331).

1.9. Do terceiro pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência das AGE

32. Em **05 de dezembro de 2007**, **Fundo Fator Sinergia III Fia**, acionista da CBPI(15), protocolizou na CVM pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de Assembléia Geral Extraordinária da CBPI e da Ultrapar ("terceiro pedido de interrupção"), alegando o que se segue (fls.677/690):

• **Necessidade de aprovação da aquisição do controle das Companhias Ipiranga pelos acionistas de Ultrapar – Artigo 256 da Lei nº6.404/76**

- a. "conforme informado no ITR relativo ao primeiro trimestre de 2007, o Patrimônio Líquido da Ultrapar anteriormente à aquisição era de R\$ 1.968.521.000,00 (um bilhão, novecentos e sessenta e oito milhões, quinhentos e vinte e um mil reais)" (fls.722);
- b. "o preço ajustado para a compra do grupo Ipiranga foi de 2 bilhões de reais, conforme publicado no fato relevante de 19 de março de 2007 (...). Este número é superior ao patrimônio líquido da Ultrapar. Não restam dúvidas, portanto, que tal compra se enquadra na definição legal de investimento relevante do artigo 247, parágrafo único, alínea (b), pois o preço de aquisição é muito superior a 15% do patrimônio líquido da Ultrapar. Ainda que se considere também só preço pago pela Ultrapar, o valor do patrimônio líquido das três companhias já superaria os 15%" (fls.731/736; 738/747);
- c. "a simples aquisição isolada de qualquer uma das empresas já seria bastante para classificar a compra em investimento relevante nos termos do artigo 247, parágrafo único, alínea (a), vez que o valor contábil isolado de qualquer uma delas já superaria os 10% do patrimônio líquido da Ultrapar na data da compra”;
- d. "a data de fechamento da aquisição do controle foi 19 de março de 2007. Para fins do artigo 256, inciso II, alínea (a), a cotação média das ações ordinárias da CBPI em bolsa durante os noventa dias anteriores a tal data (início em 18 de março de 2007 e finalização em 19 de Dezembro de 2006) foi de R\$ 24,61 (PITP3). Já a média das ações preferenciais para a mesma companhia neste período foi R\$ 20,78 (PITP4)”;
- e. "o preço médio pago pelas ações ordinárias foi R\$ 64,43, enquanto que, pelas preferenciais, foi de R\$ 20,55. Considerando estes valores, o preço pago pelas ON foi aproximadamente 2,5 vezes superior a cotação média destas ações nos 90 dias que antecederam a data da contratação”;
- f. "no que tange à alínea (b), o valor do patrimônio líquido a preços de mercado para cada ação da CBPI, de acordo com o Laudo da APSIS, foi de R\$21,310477. O valor pago pelas ações ordinárias da CBPI foi aproximadamente 2,8 vezes maior do que este valor, considerando que cada uma

foi comprada por R\$ 64,43".

- g. "em relação à alínea (c), o lucro líquido por ação da CBPI no período de 2006, corrigido pela taxa SELIC (que tem como data base inicial 31/12/2006 e data base final o dia da compra da Ipiranga, em 19 de março de 2007) foi de aproximadamente R\$ 3,13. Este valor não é superior a 15 vezes o lucro líquido anual por ação dos dois últimos exercícios, não havendo qualquer restrição quanto a este ponto. No entanto, o valor de R\$ 64,43 pagos pelas ações ordinárias da CBPI é aproximadamente 21 vezes superior ao valor da ação, de acordo com o critério desta alínea";
- h. "desta forma, o preço pago pela aquisição das ON da CBPI superou em mais de 1,5 vezes o maior valor dentre as alíneas do Inciso II, no caso, a alínea (a)";
- i. "tanto pelo inciso I como pelo inciso II do artigo 256, há necessidade de realização da assembléia geral para aprovar a compra do controle das empresas do grupo Ipiranga";
- j. "a própria CVM já se manifestou sobre a necessidade de realização da assembléia do artigo 256 no caso de aquisição de controle de forma a validar esta aquisição, conforme pode ser verificado no Processo 2002/7888, com decisão de 22.07.03"[\(16\)](#);
- k. "diante do acima exposto, não resta dúvida que a etapa de compra do controle do Grupo Ipiranga está com um grave vício formal que deve ser sanado antes de tornar irreversível a operação, ou seja, antes de ser deliberada a incorporação de ações";

• Impossibilidade de conversão de RPI, DPPI e CBPI em subsidiárias integrais de Ultrapar - Violação aos artigos 251 e 252 da Lei n.º 6.404/76

- l. "no presente caso, por algumas características especiais da aquisição do Grupo Ipiranga, tornou-se impossível transformar DPPI, RPI e CBPI em subsidiárias integrais";

• Ações alienadas fiduciariamente

- m. "o primeiro impeditivo formal para a deliberação da incorporação de ações é a existência de alienações fiduciárias de ações da RPI, DPPI e CBPI em favor de Braskem e Petrobras, conforme mencionado no Comunicado ao Mercado divulgado em 19 de abril de 2007"[\(17\)](#) (fls.749/750);
- n. "no caso da alienação fiduciária em questão, a Ultrapar transferiu a propriedade resolúvel de ações de RPI, CPBI e DPPI para Braskem e Petrobras, como garantia do Contrato de Comissão. A Ultrapar permaneceu com a posse direta das ações, o que permite o exercício dos direitos políticos e econômicos, sujeitos ainda a restrições do Contrato de Alienação Fiduciária, cujos termos não foram divulgados ao mercado";
- o. "as ações objeto da alienação fiduciária não serão cedidas à Ultrapar quando for deliberada a incorporação de ações, pois servem de garantia pela entrega dos ativos objeto do contrato de comissão, o que ocorrerá somente após a operação societária";
- p. "assim, não é possível aprovar a incorporação de ações de RPI, DPPI e CBPI pela Ultrapar, pois, após as deliberações, as companhias não terão um único acionista, como mencionam os artigos 251 e 252 da Lei 6.404/76. As companhias, na verdade, terão três acionistas, a Ultrapar, com a propriedade plena de suas ações, e Braskem e Petrobras, com a propriedade resolúvel de suas ações, impossibilitando, assim, que seja aprovada a incorporação de ações";
- q. "o Superior Tribunal de Justiça já manifestou entendimento sobre a propriedade do bem, no caso de alienação fiduciária, conforme pode ser verificado do seguinte trecho do voto do Ministro Humberto Gomes de Barros, no RESP 47.047-1/SP":

A alienação fiduciária em garantia expressa negócio jurídico em que o adquirente de um bem móvel transfere – sob condição resolutiva – ao credor que financia a dívida, o domínio do bem adquirido. Permanece, apenas, com a posse direta. Em ocorrendo inadimplência do financiado, consolida-se a propriedade resolúvel. Desta forma, os bens alienados fiduciariamente não integram a esfera patrimonial do devedor. Não podem, assim, sofrer constrição judicial, porque a execução não pode alcançar o patrimônio de terceiro, alheio ao título que a fundamenta.

• Ações detidas por RPI e DPPI

- r. "o segundo impeditivo formal para a deliberação da incorporação de ações é que, atualmente RPI, DPPI e CBPI possuem participações umas nas outras. Estas participações ocorrem da seguinte forma: (i) RPI é acionista de DPPI e de CBPI; e (ii) DPPI é acionista de CBPI";
- s. "após a incorporação de ações, o natural era que apenas a Ultrapar fosse acionista das três companhias, de forma a que elas fossem subsidiárias integrais, como menciona a lei";
- t. "no entanto, conforme pode ser verificado na página 41 do Laudo de Avaliação elaborado pela empresa Apsis Consultoria, contratada pela Ultrapar, a RPI continuará participando de DPPI e de CBPI, e a DPPI continuará participando de CBPI, de forma a que nem DPPI e nem CBPI serão subsidiárias integrais da Ultrapar, pois terão mais de um acionista" (fls.752);
- u. "novamente, há um vício formal que impede a deliberação da incorporação de ações, pois a lei só a permite para formação de sociedades unipessoais. No caso, considerando a questão da alienação fiduciária, a CBPI, após a incorporação de ações, terá 5 acionistas (Ultrapar, Braskem, Petrobras, RPI e DPPI)";
- v. "na assembléia do dia 18 de dezembro, a proposta da Ultrapar, conforme item 5.2 do Protocolo e Justificação (...), é alterar o artigo 1º do estatuto social da CBPI (e da mesma forma de RPI e DPPI), para ficar com a seguinte redação" (fls.754/761):

Art. 1º. A Companhia, que denominar-se-á COMPANHIA BRASILEIRA DE PETRÓLEO IPIRANGA, é uma sociedade por ações, subsidiária integral da Ultrapar Participações S.A., e reger-se-á pela legislação relativa às sociedades anônimas, legislação aplicável e pelo presente Estatuto.

- w. "as propostas de alteração do estatuto e de incorporação de ações não podem ser aprovadas, pois RPI, DPPI e CBPI não serão convertidas em subsidiárias integrais, o que torna ilegal qualquer procedimento de incorporação de ações, nos termos dos artigos 251 e 252 da Lei 6.404/76";

• Extinção do Acordo de Acionistas pela conversão das ações de CBPI e DPPI, detidas pela Petrobras e Braskem, em ações de Ultrapar

- x. "um terceiro fator que pode ser um impeditivo formal para a deliberação da incorporação de ações é o Acordo de Acionistas celebrado entre Ultrapar, Petrobras, Braskem e as companhias adquiridas, no dia 18 de abril de 2007" (fls.763/781);
- y. "de acordo com o quinto CONSIDERANDO do referido Acordo de Acionistas, a Ultrapar cedeu e transferiu a cada uma de Braskem e Petrobras, 1 (uma) ação ordinária de emissão de DPPI e 1 (uma) ação ordinária de CBPI. Estas ações, nos termos da cláusula 1.1, estão vinculadas ao referido Acordo";
- z. "só podem ser celebrados acordos de acionistas com quem tem a qualidade de acionista da companhia e todos os direitos políticos e econômicos das ações, motivo pelo qual a Ultrapar cedeu (1) uma ação de CBPI e DPPI para Braskem e Petrobras";
- aa. "quando for deliberada a incorporação de ações, nas assembléias gerais do dia 18 de dezembro, TODOS os acionistas de CBPI e DPPI, exceto a Ultrapar, passarão a ser acionistas da Ultrapar, inclusive Braskem e Petrobras";

- ab. "com isso, o Acordo de Acionistas estaria extinto, pois as companhias que o assinaram não mais teriam ações das companhias objeto do acordo. Apesar do item 3.13 do Acordo de Acionistas mencionar que os direitos e obrigações nele previstos não serão extintos ou modificados em razão ou como consequência da Reorganização Societária, o fato é que a vontade das partes não pode se sobrepor à lei e a lógica do sistema normativo";
- ac. "ainda que se alegue que após a incorporação de ações, serão devolvidas as ações para Petrobras e Braskem, o fato é que Ultrapar teria que antes oferecer aos seus acionistas as mesmas ações, conforme dispõe o artigo 253 da Lei 6.404/76" [\(18\)](#);
- ad. "caso a intenção de Ultrapar, Braskem e Petrobras seja realmente a extinção do acordo, então, antes da realização das assembleias, o mercado deve ser informado de como serão administradas as empresas do Grupo Ipiranga. Estas informações são fundamentais para os acionistas de RPI, DPPI e CBPI, bem como os de Ultrapar, para que possam tomar a decisão de exercer ou não o direito de recesso. Estas informações também são fundamentais para os novos investidores das companhias, para que se tenha transparência sobre como se dará a gestão do Grupo Ipiranga, uma vez que a Ultrapar poderá votar livremente nas assembleias das companhias".

1.10. Da Manifestação das Companhias quanto ao terceiro pedido de interrupção

33. Instada a se manifestar por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/nº404/07, em 07 de dezembro de 2007 (fls.782), a CBPI e a Ultrapar encaminharam correspondência, em 11 de dezembro de 2007, respondendo nos seguintes termos (fls1305/1316):
- Ausência de violação ao artigo 256 da LSA
 - a. "em primeiro lugar (...) tal questão diz respeito única e exclusivamente aos acionistas da Ultrapar, e não ao Reclamante, que é titular de ações da CBPI e não tem legitimidade para defender direitos dos acionistas da Ultrapar";
 - b. "em segundo lugar, não se nega que a aquisição do controle das companhias pela Ultrapar esteja sujeita ao artigo 256 da LSA. Isso é fato e não é negado por qualquer das companhias envolvidas da operação";
 - c. "em terceiro lugar, consoante o próprio artigo 256 da LSA, a assembleia-geral da companhia que adquire o controle pode ser realizada após a aquisição do controle";
 - d. "vale destacar, a LSA não fixa qualquer prazo para a citada ratificação pela assembleia geral da companhia adquirente do controle, tampouco prevê que ela seria condição para a realização de uma incorporação de ações";
 - e. "a intenção das companhias envolvidas na operação é que a assembleia-geral do artigo 256 da LSA se realize tão logo todas as etapas da aquisição tenham sido concluídas";
 - Ausência de violação aos artigos 251 e 252 da LSA
 - f. "a alienação fiduciária em garantia é um negócio típico, regulada pelos artigos 1361 e seguintes do Código Civil, em que o bem objeto da alienação é dado em garantia ao fiduciário, que adquire a propriedade resolúvel do bem móvel. Ou seja, o único objetivo da alienação fiduciária é constituir uma garantia em favor do credor. A transferência de titularidade, como esclarece Marco Aurélio S. Viana, é 'limitada e resolúvel, porque a condição contratual que alimenta o instituto visa apenas garantir uma dívida' [\(19\)](#)";
 - g. "e esse bem não passa a integrar o patrimônio do credor porque a propriedade é resolúvel, e tanto é assim que, de acordo com o artigo 1365 do Código Civil, é vedado ao credor permanecer com a coisa alienada fiduciariamente. Somente haveria consolidação desse domínio na remota hipótese de ocorrer a inadimplência do devedor, como menciona o acórdão do STJ citado pelo Reclamante";
 - h. "por essas razões, o devedor fiduciante permanece com uma série de direitos com relação ao bem alienado fiduciariamente, em especial sua posse direta, como expressamente reconhece o já mencionado acórdão do STJ";
 - i. "justamente porque a posse direta permanece com o devedor, no que se refere à alienação fiduciária de ações, a LSA é expressa em resguardar o direito de voto do devedor";
 - j. "o artigo 113, parágrafo único, da LSA dispõe que 'o credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato' ";
 - k. "Fran Martins esclarece que o devedor 'continua a ser proprietário dos bens gravados – portanto, no caso, o proprietário da ação'";
 - l. "Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro afirmam que 'ao acionista devedor cabe o direito ao dividendo, não se despojando de seu status socii em virtude da alienação'";
 - m. "por tais razões, a Ultrapar, pode sim, conforme inclusive confirmado pelo Reclamante, exercer seus direitos de voto para deliberar sobre a Incorporação de Ações";
 - n. "a forma como Ultrapar deve exercer seu direito de voto está prevista na Cláusula 5.3 do Acordo de Investimentos, celebrado entre Ultrapar, Braskem e Petrobras, que regula expressamente a Incorporação de Ações, e que demonstra que o exercício do direito de voto pela Ultrapar, no sentido de aprovar a Incorporação de Ações, está em consonância com o artigo 113, parágrafo único, da LSA";
 - o. "a redação da citada Cláusula 5.3 confirma o pleno consentimento de Braskem e Petrobras à Incorporação de Ações, tanto é que dispõe":

Imediatamente após a aquisição das Ações e das Ações dos Minoritários, se for o caso, as Partes concordam expressamente que a Ultrapar fará com que, nos termos do disposto no artigo 252 e 264 da Lei das Sociedades por Ações, sejam deliberadas incorporações das ações de emissão de RPI, DPPI e CBPI pela Ultrapar, de tal forma que, uma vez concluídas as incorporações, RPI, DPPI e CBPI passem a ser subsidiárias integrais da Ultrapar.
 - p. "aliás, as próprias Petrobras e Braskem participarão da Incorporação de Ações, na medida em que cada uma tem uma ação da CBPI, e irá trocá-la por ações da Ultrapar na Incorporação de Ações";
 - q. "no caso em exame, como os credores fiduciários (Braskem e Petrobras) concordaram expressamente com a Incorporação de Ações das Companhias pela Ultrapar, esta forçosamente passará a ter a propriedade de TODAS as ações das três Companhias, tornando-as suas subsidiárias integrais. Assim, pela própria impossibilidade jurídica, não haverá em hipótese alguma três acionistas nas Companhias, cujas ações serão incorporadas. E, diga-se de passagem, em momento algum a Braskem e a Petrobras disseram que se tornarão acionistas da Ultrapar após a Incorporação de Ações. E por quê?";
 - r. "simplesmente porque elas não são e nem se consideram proprietárias das ações dadas em alienação fiduciária";
 - s. "e ainda que fossem proprietárias de ditas ações, com a Incorporação de Ações deixariam forçosamente de sê-lo. E nesse caso, o que acontecerá com as garantias previstas no Acordo de Investimento?";
 - t. "para não haver prejuízos à garantia contratada entre as partes, a Cláusula 4.2 (vii) da Comissão (Acordo de Investimento) regula a substituição

das garantias em favor da Braskem e da Petrobras da seguinte maneira: 'após a implementação das Incorporações de Ações, as Partes concordam que a Ultrapar deverá fazer com que a alienação fiduciária seja substituída pela alienação fiduciária da totalidade das ações de emissão de ICQ'";

- u. "o mesmo se diga em relação às ações gravadas com a alienação fiduciária para a Petrobras. Com a Incorporação de Ações da CBPI, todas as ações desta companhia passarão a pertencer a Ultrapar e a Petrobras não receberá qualquer ação da Ultrapar em alienação fiduciária. Nada impede que se faça nova alienação fiduciária em favor da Petrobras, se for necessário manter seu nível de garantia";
- v. "aliás, sobre esse aspecto, releva notar que nenhum impedimento existe a que ações de uma subsidiária integral sejam alienadas fiduciariamente. Isso não significa que haveria mais de um sócio na subsidiária integral, já que, como dito, o devedor não perde o *status* de sócio";
- w. "não poderia ficar mais claro o real negócio feito entre as partes: as Incorporações de Ações são realizadas, a alienação fiduciária das ações da RPI é extinta e Petrobras e a Braskem recebem ações de ICQ em alienação fiduciária, tudo conforme Comunicado ao Mercado divulgado em 19 de março último";
- x. "admitir que o credor fiduciário seria acionista significaria atribuir-lhe o direito de receber novas ações em caso de aumento de capital e de incorporação de ações, o que evidentemente não ocorre, pela Lei nº.6.404/76";

• Quanto às ações detidas por RPI e DPPI

- y. "é certo que RPI e DPPI não vão continuar participando da CBPI. A CBPI terá, como já comunicado ao mercado e consoante convocação da AGE, todas as suas ações incorporadas pela Ultrapar, que passará a ser sua única acionista";
- z. "na página 41 de seu Laudo de Avaliação, a APSIS, por simplicidade, optou por apresentar um gráfico que não retrata as participações cruzadas das Companhias que resultariam em participações recíprocas com a Ultrapar. (...) De qualquer forma, é importante ressaltar que esta simplificação não interfere de qualquer maneira na avaliação realizada pela APSIS, pois esta reflete o valor das companhias no instante que antecede a Incorporação de Ações";

• Quanto ao Acordo de Acionistas

- aa. "como a Incorporação de Ações prevalece sobre o Acordo de Acionistas, este será efetivamente extinto para os fins do artigo 118 da LSA; no entanto, sua extinção não configura qualquer impedimento à Incorporação de Ações ou prejudica sua legalidade";
- ab. "aqui também, como já mencionado acima, causa espécie a pretensão do Reclamante de defender direito alheio. Se o Acordo de Acionistas for extinto, os únicos supostos prejudicados serão Braskem e Petrobras, que jamais levantaram tal 'preocupação'";
- ac. "ademais, muito embora extinto para fins do artigo 118 da LSA, o Acordo de Acionistas contém uma série de obrigações entre as Partes que continuarão em vigor mesmo após a Incorporação de Ações. Isto porque a redação da cláusula 3.13. do referido acordo prevê que o próprio acordo, '... ou os direitos e obrigações nele previstos ...' permanecerão em vigor até a entrega dos ativos. Assim, vê-se que o acordo é, de fato, um contrato plurilateral, que visa uma finalidade muito mais ampla, subsistindo à Incorporação de Ações".

1.11. Do quarto pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência das AGE

34. Em **06 de dezembro de 2007**, um grupo de doze fundos de investimentos, abaixo discriminados, acionistas da RPI, DPPI e CBPI, protocolizaram na CVM pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação das AGE das Companhias ("quarto pedido de interrupção").

Fundo de Investimento	Por seu/sua administrador(a)
Polo Fundo de Investimento em Ações	Banco Santander Banespa S.A
Polo Norte Fundo de Investimento Multimercado	Mellon Brascan Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Fundo de Investimento de Ações Cinco Cinco	UBS Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Clube de Investimento Tarpon CFJ	Ágora Senior Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Clube de Investimento Tarpon	Hedging Griffó Corretora de Valores S.A.
Tarpon HG MASTER – Fundo de Investimento em Ações	
HG TOP Fundo de Investimento Multimercado	
Hedging-Griffo Verde Master Fundo de Investimento Multimercado	
Hedging-Griffo Verde Equity Master Fundo de Investimento Multimercado	
Hedging-Griffo Carteira Administrada - Real Fundo de Investimento Multimercado	
HG Star Fundo de Investimento Multimercado	
HG Top 30 Fundo de Investimento Multimercado	

35. Os referidos fundos de investimentos são titulares de ações preferenciais representativas de: (i) **9,65%** do capital total da **RPI**; (ii) **0,68%** do capital total da **DPPI**; e (iii) **5,75 %** do capital total da **CBPI**.

36. Em sua correspondência, os acionistas alegam o que se segue (fls.824/883):

• Necessidade de Submissão das Ações de Propriedade Fiduciária de Petrobras e Braskem à Incorporação

- a. "desde a aquisição, as ações adquiridas pela comissária (Ultrapar) são de propriedade das comitentes (Petrobras e Braskem) e o não registro das ações em nome das comitentes apenas faz com que a comissária esteja inadimplente com suas obrigações, mas não a torna proprietária das ações";
- b. "apenas temporariamente os bens ficam de posse do comissário (i.e., são detidos por ele) e, ainda assim, apenas a sua posse direta, pois a indireta é atribuída, desde logo, ao comitente"; e
- c. "as credoras (Petrobras e Braskem) devem sofrer (assim como os demais acionistas das Companhias Ipiranga) a perda do domínio das ações incorporadas, recebendo, em contrapartida, ações da Ultrapar";

• Contrato de Comissão como meio de aquisição de ações de RPI

- d. "ainda que de maneira inconsistente, em alguns dos documentos e comunicações públicas, as Adquirentes do Controle parecem pretender negar que a comissão refira-se à repartição do controle acionário das Companhias Ipiranga, apelando para o sofisma da 'comissão para aquisição de ativos' (por ativos, entenda-se 'ativos de propriedade das Companhias Ipiranga') ao invés de 'comissão para aquisição de ações das Companhias Ipiranga'";
- e. "cada uma entre Petrobras e a Braskem será, ao final das operações (dentre elas, a Incorporação de Ações da RPI), titular de um terço das ações da RPI (...) sem a participação da RPI na ICQ, na DPPI e na CBPI. Dito de outra maneira, a Ultrapar, desde o início, atuou, com relação à RPI, como comissária de Petrobras e Braskem, quando da aquisição das ações dos antigos controladores e na OPA";
- f. "consta das páginas 67 e 68 do Amendment Nr. 2 ao Formulário F-4, arquivado na SEC pela Ultrapar, que a comissão refere-se, também, à transferência para cada uma entre Petrobras e Braskem de 1/3 das operações de refino";
- g. "o mercado brasileiro foi privado dessas informações. O Comunicado ao Mercado, ao referir-se à comissão, mencionava que constituíam seu objeto, apenas e tão somente, os Ativos Petroquímicos e os Ativos de Distribuição" (fls.1107/1108);
- h. "o indicativo mais claro disso são certas disposições do Acordo de Acionistas de RPI, que permitem facilmente identificar que, desde o início, mesmo que o registro das ações ainda estivesse em nome da comissária Ultrapar, já eram de titularidade das comitentes Petrobras e Braskem" (fls.1114/1123);
- i. "aparece, também, na ata da reunião do Conselho de Administração da Braskem do dia 18.03.07, embora em linguagem hermética e suficientemente imprecisa. Lá, a Braskem afirmou estar adquirindo sociedades (no plural) e, portanto, não apenas uma única sociedade, a ICQ (a titular dos Ativos Petroquímicos)" (fls.1124);
- j. "percebe-se da ata de reunião do Conselho de Administração da Braskem, acima mencionada, que esse Conselho já determinou a convocação da assembléia de acionistas prevista no art. 256, que, embora obrigatória no caso concreto, não possui prazo definido em lei para sua realização";
- k. "nessa assembléia, a administração deveria prestar esclarecimentos sobre o que foi adquirido e, certamente, teria de reconhecer que, por **sociedades**, também se referia à RPI".

• Contrato de Comissão como meio de aquisição de ações da CBPI

- l. "nenhuma das operações relacionadas aos Postos de Gasolina do Norte, Nordeste e Centro-Oeste envolve uma compra e venda de 'ativos', mas, sim, a compra e venda de ações da sociedade titular desses bens (CBPI) ou da sua sucessora em razão da cisão. A Ultrapar não entregará para a Petrobras qualquer um dos Postos de Gasolina do Norte, Nordeste ou do Centro-Oeste. Serão entregues ações da sociedade resultante da cisão da CBPI(20), ("CBPI/Petrobras", como designado pelas próprias Adquirentes do Controle), para a qual serão transferidos os postos";
- m. "a Ultrapar também não entregará Ações da ICQ para a Petrobras: ela entregará ações da CBPI/Petrobras (que será a titular dessas ações). Tudo isto está previsto na cláusula 5.5 do Acordo de Investimento (...)" (fls.1125/1139);
- n. "mesmo se focarmos apenas nas Ações da ICQ a serem entregues à Braskem, veremos que essa entrega requer que a Braskem seja acionista de RPI, anteriormente à redução de capital. (...) Se houver restituição de bens em redução de capital, o seu beneficiário deve ser um acionista" (Cláusula 2.4 do Acordo de Investimento(21));
- o. "a Braskem receberá, nesse caso, uma participação societária controladora em uma sociedade resultante da cisão de RPI ('RPI/Braskem'), cujos ativos serão as Ações da ICQ";

• Configuração de Braskem e Petrobras como adquirentes do controle das Companhias Ipiranga

- p. "(...) o Termo de Adesão ao Contrato de Compra e Venda de Ações (22) (...) afirma expressamente que são os Adquirentes do Controle, e não apenas a Ultrapar, que compram as ações dos antigos controladores" (fls.1140);
- q. "(...) Lendo a parte já pública do Acordo de Investimentos, é possível identificar outros elementos no mesmo sentido":
 - a. Preço:
 - (i) "(...) as Adquirentes do Controle (...) desembolsaram recursos à medida que essas ações foram sendo adquiridas (23) (sem que, nessas datas, se alterasse, de qualquer forma, a propriedade das Ações da ICQ ou dos Postos de Gasolina do Norte, Nordeste e Centro-Oeste)";
 - (ii) "(...) Petrobras e Braskem entregaram cheques nominativos à Ultrapar, exatos nas quantias a serem entregues a cada um dos antigos acionistas controladores, de modo que a Ultrapar os endossasse entregando-os em pagamento das ações adquiridas pela comissária";
 - (iii) "(...) na aquisição das ações nas OPAs, Petrobras e Braskem nem chegaram a entregar qualquer valor à Ultrapar, mas o fizeram diretamente à instituição financeira intermediária(24), demonstrando a qualidade de compradora-final daquelas ações";
 - b. Ausência de Cláusula Del Credere (Cláusula 4.2, 'xi', do Acordo de Investimento (25)):
 - (i) na "(...) incorporação de ações, redução de capital e cisão, não se pode falar em contrato de compra e venda, mas sim em atos societários (pela sua natureza, impossíveis de gerar qualquer responsabilidade solidária da Ultrapar)";
 - (ii) "(...) caso a comissão realmente não se referisse às ações adquiridas" dos antigos controladores e no âmbito das OPAs, "uma cláusula dispondo sobre a ausência de cláusula *del credere* seria uma verdadeira *aberratio juris*. **A única coisa que se poderia pretender, com essa disposição, seria deixar claro que a Ultrapar não responderia, perante Braskem e Petrobras, pela insolvência dos acionistas que entregaram as ações à comissária Ultrapar**".
- r. "a Braskem reconheceu-se, em comunicações oficiais no âmbito das OPAs por aquisição indireta de controle da IPQ e Copesul, desde o momento inicial, como uma das adquirentes do controle das Companhias Ipiranga (ou, mais precisamente, como uma das adquirentes do controle de RPI)";
- s. "a Braskem convenceu a CVM(26) da não incidência de OPA por alienação de controle indireto da Copesul, sob o argumento de que haveria apenas reforço de controle (ao controle conjunto Braskem/Ipiranga, teríamos uma situação de controle 'Braskem Plus)";
- t. "(...) a CVM fundamentou sua decisão pela inexistência de transferência indireta de controle da Copesul, justamente, no fato de terem saído os antigos co-controladores indiretos e entrado a Braskem (que também já era co-controladora direta). A tese atualmente defendida pelas Adquirentes do Controle contradiz tudo isso e obriga a CVM a rever seu posicionamento anterior";
- u. "as comunicações da Ultrapar para com a CVM também confirmam esse fato" (fls.1179/1185);

- v. "a Ultrapar também reafirmou essa realidade à SEC, em seu formulário F-4 (...)" (fls.1111);
- w. "as afirmações estão também presentes nas demonstrações financeiras das Companhias" (fls.1186/1191 – Nota Explicativa 10.2 e 10.4, "g", da 3ª ITR/07 da Petrobras; fls. 1192/1195 - Nota Explicativa 1, "c", da Braskem; fls.1196/1198 - Nota Explicativa 3 da 3ª ITR/07 da Ultrapar);
- Incorporação de Ações sem Subsidiária Integral
 - x. a " (...) incorporação de ações, com base no art. 252, deixou de ter por objeto a aquisição de ações para a formação de uma subsidiária integral. Esse desvio de propósito foi expressamente assumido pela Ultrapar, ao confirmar que, pela Incorporação de Ações, estava adquirindo ações das Companhias Ipiranga **por conta e ordem de Petrobras e Braskem** (mais uma vez, as explicações completas e pormenorizadas foram feitas nos Estados Unidos e não no Brasil) (pg. 42 do *Amendment* Nr. 2 ao Formulário F-4) (fls.1110)";
 - y. "a Cláusula 3.11 do Acordo de Acionistas de RPI, também confirma a pérola, ao dizer que mesmo quando as ações de RPI forem incorporadas pela Ultrapar, o acordo de acionistas 'ou os direitos e obrigações nele previstos não serão extintos ou modificados'. Como pode existir um acordo de acionistas relativo a sociedade que tenha um único acionista, que beneficie as 'não acionistas', Petrobras e Braskem?";
 - z. "para evitar risco de crédito [vindo a comissão a falir antes da entrega dos bens, as comitentes têm o direito de exigí-los, visto que não integram o concurso de credores] e certos custos fiscais, as Adquirentes do Controle realizaram a aquisição do controle das Companhias Ipiranga de modo que a Ultrapar não viesse a ser proprietária, em momento algum, de qualquer dos (...) bens" que serão posteriormente transferidos à Petrobras e à Braskem;
 - aa. "a Ultrapar não pode, ao mesmo tempo, dizer-se não-proprietária das ações das Companhias Ipiranga adquiridas por conta e ordem da Petrobras e da Braskem quando se relaciona com a Receita Federal ou outros terceiros e dizer-se titular de tais ações quando sua motivação é expurgar os acionistas minoritários das Companhias Ipiranga, realizando uma incorporação de ações";
 - ab. "os documentos da incorporação dessas ações pela Ultrapar (...) prevêm a emissão de, tão somente, 11.863.286 ações preferenciais, no caso da DPPI, e 28.725.960 ações preferenciais, no caso da CBPI. Esse número de ações é suficiente apenas para a incorporação dos acionistas minoritários de DPPI e CBPI, não englobando a participação de titularidade de RPI e DPPI";
 - ac. "não há autorização legal para que a Ultrapar e a CBPI contratem a incorporação das ações da última pela primeira, e não preveja a emissão de ações para qualquer acionista da incorporada, que terá suas ações transferidas para a Ultrapar (nesse caso, as acionistas prejudicadas são RPI e DPPI). Não há autorização legal, também, para que o mesmo seja feito por Ultrapar e DPPI (aqui, a prejudicada é a RPI)";
 - ad. "a lei societária tem um remédio específico para resolver essa situação (participação recíproca decorrente de reestruturação societária - art. 244, §5º)";
 - Inexistência de comutatividade e pagamento compensatório adequado na Incorporação de Ações
 - ae. "(...) comprova-se, de diversas maneiras objetivas e independentes de produção de provas adicionais, a inexistência de estrita comutatividade e de pagamento compensatório adequado nas Incorporações de Ações";
 - Inconsistência no Laudo DB e CS: atribuição de valor inferior ao preço contratado pelos Ativos Petroquímicos
 - af. "logo após as Incorporações de Ações, conforme amplamente divulgado, a Ultrapar irá transferir os Ativos Petroquímicos para a Petrobras e Braskem por R\$2.495.786.585,93. Segundo o Laudo de Avaliação, para a relação de substituição, esses ativos valem, apenas e tão somente, R\$2.104.000.000,00 e, segundo o Laudo Ratificador, o valor é de aproximadamente R\$2.146.000.000,00. Há, portanto, uma transferência de riqueza das Companhias Ipiranga (especialmente de RPI e CBPI, titulares diretas das ações representativas desses ativos) no valor de **R\$392,0 milhões**, no caso do Laudo de Avaliação, e de **R\$350,0 milhões**, no caso do Laudo Ratificador";
 - Inconsistência no Laudo DB e CS: atribuição de valor inferior ao preço contratado pelos Ativos de Distribuição Norte
 - ag. "problema da mesma ordem ocorre com os Ativos de Distribuição Norte, os quais serão transferidos da Ultrapar para a Petrobras, logo após as Incorporações de Ações. O valor de transferência é de R\$1.114.464.000,68. O Laudo de Avaliação, entretanto, atribui o valor de R\$882,0 milhões para esses ativos, o que resulta na transferência de **R\$232,0 milhões** da CBPI para a Ultrapar (RPI e DPPI também transferem riqueza para a Ultrapar, pois são titulares de ações de CBPI). Já o Laudo Ratificador atribui valor de R\$789,0 milhões e, portanto, reconhece a transferência de valor no montante de **R\$325,0 milhões (27)**";
 - ah. "a CVM não pode aceitar que os Adquirentes do Controle apropriem-se dos ativos dessas companhias sem retribuição adequada. É imperiosa a aplicação do art. 245 para que se evite essa usurpação de bens das Companhias Ipiranga pela Ultrapar";
 - Não inclusão do valor de controle de CBPI na avaliação de DPPI
 - ai. "na Incorporação de Ações de CBPI, a DPPI entregará o controle direto de CBPI para Ultrapar. Segundo o Laudo de Avaliação, cada uma das ações de CBPI vale R\$28,39 e, para o Laudo Ratificador, vale **R\$29,11**. Contudo, segundo o Anexo 1.2(c) do Contrato de Compra e Venda (doc. 12), essas mesmas ações valem **R\$72,62!**";
 - aj. "os preços constantes dos Laudos não decorrem de tal negociação. Ao contrário, eles foram atribuídos por terceiros não participantes da negociação. Não podem, portanto, ser medida de 'condições estritamente comutativas' ou de 'pagamento compensatório adequado';
 - ak. "conforme as decisões da CVM nos Processos RJ2005/0225 (decidido em 19 de abril de 2005), RJ2003/7909 (este envolvendo um pedido de dispensa da própria Braskem, decidido em 28 de outubro de 2003), e RJ2003/12825 (decidido em 21 de janeiro de 2004), a CVM dispensou a produção de laudos de avaliação para determinação de preço justo por haver uma transação entre partes independentes a sinalizar o preço justo";
 - al. "a transferência de valor de DPPI para a Ultrapar é gigantesco. **Levando-se em conta o Laudo de Avaliação, a Ultrapar tem um ganho de 156% e, no caso do Laudo Ratificador, de 150%. Em termos absolutos, a Ultrapar apropria-se de R\$984,7 milhões, num caso, e de R\$968,7 milhões, no outro**";
 - Avaliação das ações ordinárias não controladoras de DPPI e CBPI de titularidade de RPI (28) por valor inferior ao valor da OPA por transferência de controle
 - am. "os administradores de RPI não alienaram essas ações nas OPAs por transferência de controle feitas pelas Adquirentes do Controle, o que era direito da RPI, nem exigiu que essas ações fossem avaliadas, para fins de relação de substituição, pelo valor que poderia ter sido obtido nessas OPAs ou, na pior das hipóteses, que serve como um padrão objetivo de valor;
 - an. "transfere-se o valor de **R\$434 milhões** da RPI para a Ultrapar, se for seguido o Laudo de Avaliação, e de **R\$426 milhões(29)**, de acordo com o Laudo Ratificador";
 - Não inclusão de premissas no Laudo DB e no Laudo CS: Corte de Custos Administrativos e Margem de CBPI
 - ao. "premissas e projeções (...) apresentadas no *conference call* de 10 de outubro de 2007 que não foram incorporadas aos Laudos, referentes, 'aos

cortes de custos administrativos e da margem de CBPI" ;

- ap. "segundo o Diretor Financeiro e de Relações com Investidores da Ultrapar, também Conselheiro de Administração das Companhias Ipiranga, o corte de custos realizado no segundo trimestre representa uma economia anual recorrente de R\$45,0 milhões para CBPI(30)";
- aq. "no mesmo *conference call*, ele afirmou que é muito plausível que a margem operacional da CBPI aumente de 2,3% para 3% (nenhum dos Laudos incorporou essa projeção, nem mesmo na perpetuidade)";
- ar. "essa alteração na margem altera o valor das Companhias Ipiranga de forma brutal, mesmo se for aplicada de forma extremamente conservadora (i.e., mesmo que só for aplicada na perpetuidade, após 2016). No quadro abaixo, é calculado o valor das Companhias Ipiranga de acordo com essa margem perfeitamente atingível (impacto em milhões de reais), considerando-se o Laudo de Avaliação e o Laudo Ratificador":

Laudo de Avaliação	CBPI	DPPI	RPI	ULTRAPAR
Efeito Margem de 3% (aumento do valor das companhias em milhões de R\$)	2.284	480	298	387
Efeito Margem de 3% (em %)	75,9%	34,7%	18,5%	7,0%

Laudo Ratificador	CBPI	DPPI	RPI	ULTRAPAR
Efeito Margem de 3% (aumento do valor das companhias em milhões de R\$)	2.521	530	328	423
Efeito Margem de 3% (em %)	81,7%	37,4%	20,7%	7,7%

• Atuação dos Administradores e do Avaliador

- as. "o Conselheiro Fiscal de RPI, Sr. Ricardo Magalhães Gomes, que votou contrariamente à Incorporação de Ações, logrou apresentar voto fundamentado apontando erros do Laudo Ratificador e incongruências entre os dois Laudos(31)" (fls.1221/1223);
- at. na "ata da reunião dos Conselhos de Administração das Companhias Ipiranga, realizadas em 12 de novembro de 2007 (todas têm o mesmo texto, embora tenham tido participantes distintos e cada uma das companhias enfrentasse problemas distintos)", "não houve qualquer contestação sobre os méritos das Incorporações de Ações". "Tudo isso é um claro sinal de vontade de satisfazer os desejos da sociedade controladora ou de falta de diligência" (fls.1221/1229);
- au. "o Ratificador também não procurou analisar qualquer alternativa, tendo se fixado unicamente na Incorporação de Ações (excluiu conscientemente de sua avaliação a segregação de ativos)";
- av. "à não discussão (a) de alternativas às Incorporações de Ações para as Companhias Ipiranga, (b) dos méritos das incorporações de ações vs. a reorganização alternativa e (c) do impacto da segregação posterior dos ativos no que seriam as justificativas para as Incorporações de Ações, soma-se a ausência de discussão sobre qual o critério mais apropriado para se determinarem as relações de substituição (lembramos que elas foram fixadas arbitrariamente pelas Adquirentes do Controle, ainda antes de assumirem o controle das Companhias Ipiranga)";
- aw. "essa questão ganha especial importância se for levado em consideração que, em função da Instrução 361/01, é comum que bancos de investimentos atuando no Brasil, incluindo o Ratificador, indiquem, em sua avaliação, qual é o critério justo para a definição do preço. Isso não foi feito no Laudo Ratificador";
- ax. "também nessa avaliação, ao contrário das avaliações da Instrução 361/01, o Ratificador deixou de averiguar se as premissas e projeções são (a) verdadeiras, (b) consistentes, (c) corretas e (d) suficientes(32)" (pg. 3, itens 2 e 3, e pg. 4, itens 4, 5, 6, 7 e 8);

• Pedidos Complementares

- ay. "caso entenda que o negócio jurídico de comissão refere-se a 'ativos' (e não a 'ações'), requerem a esta Comissão que reveja a decisão que dispensou o lançamento de OPA por alienação de controle da Copesul"; e
- az. "requerem, ainda, vista do (a) Contrato de Compra e Venda das Ações dos antigos controladores, (b) Acordo de Investimento, por serem documentos importantes para confirmação do objeto da comissão e já se encontram de posse dessa autarquia".

1.12. Do quinto pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência da AGE

- 37. Em 07 de dezembro de 2007, a **Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI** protocolizou na CVM pedido de interrupção do curso do prazo de antecedências das AGE de RPI, DPPI, CBPI e Ultrapar ("quinto pedido de interrupção") (fls.812/823).
- 38. A PREVI detém, atualmente, **23,34%** das ações preferenciais de emissão de CBPI, representativas de 15,54% de seu capital social; **27,27%** das ações preferenciais de emissão de DPPI, representativas de 18,15% de seu capital social, e **8,45%** das ações preferenciais de emissão de RPI, representativas de 5,6% de seu capital social.
- 39. Em seu pedido, a Previ alega o que se segue:
 - a. "essa relação de troca [determinada pelo Laudo DB] é extremamente danosa aos acionistas preferencialistas de CBPI, DPPI e RPI, na medida em que a 'escolha' equivocada de, no mínimo, dois critérios adotados na elaboração do Laudo contribuiu com uma discrepância ainda maior entre os valores atribuídos às ações ordinárias de controle e às ações preferenciais (não bastasse o vultoso prêmio de controle envolvido na operação)";
 - b. "em razão deste prejuízo é que se justifica a presente Representação, no intuito de que, em respeito ao Princípio do Conservadorismo e aos direitos patrimoniais dos acionistas preferencialistas, esses dois critérios, detalhados a seguir, sejam revisados por essa D. Autarquia";

• Alíquota de IR e CSLL

- c. "o Deutsche Bank adotou, para Ultrapar, uma alíquota média de IR/CSLL de 22% (bem abaixo, portanto, dos 34% que incidem, em regra), não só no período projetado de 2006 a 2016 como também na perpetuidade";
- d. "de acordo com o Laudo(p. 86);, utilizou-se para Ultrapar ' uma alíquota superior à média dos últimos três anos (22%), conforme projeção da administração da Ultrapar que reflete uma visão conservadora a respeito da evolução dos incentivos fiscais dos investimentos localizados em área de influência da ADENE (antiga SUDENE) " "
- e. "ocorre que, em nenhum momento, evidencia-se uma 'visão conservadora' a respeito desses incentivos. Ao contrário, observa-se que as projeções de recolhimento de IR/CSLL, por parte de Ultrapar, refletem um otimismo objetivamente injustificável";
- f. "tudo leva a crer que as isenções fiscais obtidas pelas controladas de Ultrapar (em virtude de programa de incentivo promovido pela ADENE)

foram consideradas pelo Laudo para a obtenção da média de 22%, inclusive com relação a períodos em que tais benefícios já estariam extintos”;

- g. "isso porque, já em 2006, as empresas controladas por Ultrapar faziam jus aos seguintes benefícios":(33)

Controlada	Unidades	Isenção	Término
Oxiteno Nordeste S.A. Ind. e Com.	Fábrica de Camaçari	100%	2006
Bahiana Distribuidora de Gás Ltda.	Base de Mataripe	75%	2013
	Base de Suape	100%	2007
	Base de Iheus	25%	2008
	Base de Aracajú	25%	2008
	Base de Caucaia	75%	2012
Terminal Químico de Aratu S.A. – Tequimar	Terminal de Aratu	75%	2012
	Terminal de Suape	75%	2015

- h. "para este mesmo ano (2006), o Laudo, no que se refere à Ultrapar, reconhece um recolhimento de IR/CSLL de cerca de 22% (vide item 8 acima). Conclui-se, então, que esta alíquota leva em consideração a vigência de incentivo fiscal de suas controladas. Afinal, os dados referentes a 2006 já eram conhecidos quando da elaboração do Laudo e, portanto, refletiram o que de fato foi recolhido a título de IR/CSLL naquele ano”;
- i. "se a projeção para os anos posteriores (2007 a 2016), inclusive na perpetuidade, reflete a mesma alíquota (em média), pode-se concluir que os mesmos incentivos fiscais também foram considerados vigentes nesses períodos”;
- j. "tal prática, evidentemente, fere frontalmente o princípio contábil do conservadorismo, na medida em que existem prazos determinados para o término das isenções (2007, 2008, 2012, 2013 e 2015, conforme se observa na tabela do item 11 acima), sendo, no mínimo, imprudente a assunção de tais incentivos ad perpetuum”;
- k. "particularmente com relação ao incentivo fiscal concedido à controlada Oxiteno Nordeste S.A. Ind. e Com. ('Oxiteno'), cujo *término estava previsto para 2006, a própria Ultrapar já havia cogitado a possibilidade de não renovação do benefício ou a concessão de incentivo menor*" (vide item 9, "c", das Notas Explicativas das Informações Trimestrais de Ultrapar, referente ao 1º trimestre de 2007);
- l. "fica evidenciada, dessa forma, que a própria Ultrapar já reconhecia, antes mesmo da homologação do benefício fiscal pela ADENE, a possibilidade de recusa dessa isenção. Então, como pode o Laudo ter adotado, em média, a mesma alíquota aplicada no exercício de 2006 (quando as empresas controladas de fato faziam jus ao incentivo fiscal) para os períodos posteriores? Tal conduta em nada se aproxima da prudência e da observância de conservadorismo”;
- m. "em 3 de julho de 2007, o laudo constitutivo do benefício emitido pela ADENE foi encaminhado à Secretaria da Receita Federal ('SRF') para homologação. Em 31 de outubro de 2007 expirou o prazo de manifestação da SRF, podendo a empresa considerar-se automaticamente no pleno gozo da redução pretendida a partir de tal data(34)”;
- n. "mesmo assim, considerando principalmente os incentivos concedidos às demais empresas controladas, diante da possibilidade de indeferimento do pedido de renovação da isenção e, ainda, diante da ausência de perspectiva de que tais benefícios se perpetuem, esses incentivos não poderiam ser aplicados para os períodos posteriores à data prevista para o seu término e muito menos na perpetuidade”;
- o. "as alíquotas de IR/CSLL deveriam crescer, na medida em que se atingisse o prazo para término do benefício (2007, 2008, 2012, 2013 e 2015) e, considerando a inexistência de isenções previstas a partir de 2016 (inclusive para Oxiteno), é forçoso reconhecer que a aplicação da alíquota de 34% deveria ser adotada na perpetuidade”;
- p. "mesmo que a Ultrapar alegasse que, com relação aos anos posteriores, a alíquota adotada não se relaciona com o benefício fiscal, mas sim com planejamentos fiscais da referida companhia (o que se especula a título meramente exemplificativo, já que tal dado não consta do Laudo), ainda assim não se justificaria a aplicação de uma alíquota praticamente igual àquela utilizada em 2006”;
- q. "isso porque, dificilmente a companhia conseguiria realizar um planejamento fiscal que lhe proporcionasse a mesma alíquota a que estava sujeita quando detinha o benefício fiscal. Em caso de planejamento, é intuitiva a sujeição da empresa a uma alíquota eventualmente inferior a 34%, porém obviamente acima dos 22% que obteve com a isenção”;
- r. "caso contrário, ou seja, se fosse possível a obtenção da mesma alíquota de 22% (em média) apenas com planejamentos fiscais, o pleito do benefício fiscal homologado pela ADENE se mostraria, no mínimo, desnecessário”;
- s. "de qualquer forma, fica evidenciada a necessidade de revisão das alíquotas informadas para recolhimento de IR/CSLL de Ultrapar, no período de 2007 a 2016 (já que, ao longo desses anos, as isenções concedidas a várias empresas controladas se extinguirão), bem como na perpetuidade, já que, por conservadorismo, esse benefício não pode ser assumido *ad perpetuum*”;
- t. "ressalte-se, ainda, que, caso a alíquota de 34% fosse aplicada na perpetuidade, como determina o referido princípio, o valor de Ultrapar seria reduzido em cerca de R\$ 293,73 milhões, considerando uma taxa de crescimento de 5%, na perpetuidade e, conseqüentemente, a relação de troca seria menos prejudicial aos preferencialistas”;

• Taxa de Crescimento de Ultrapar na Perpetuidade

- u. "constata-se que o Laudo merece revisão, também, no que diz respeito à taxa de crescimento aplicada para Ultrapar em respeito à coerência lógica que deve existir com relação aos investimentos projetados também para a perpetuidade”;
- v. "a necessidade de revisão fica ainda mais evidente, quando são analisadas, comparativamente, as projeções feitas para CBPI, por exemplo, resguardadas, obviamente, as peculiaridades setoriais das referidas companhias”;
- w. "o Deutsche Bank assume, na perpetuidade, investimentos realizados por CBPI superiores à depreciação e, coerentemente, uma taxa de crescimento real de 3% a.a.”;
- x. "no que tange à Ultrapar, o Laudo projeta investimentos, na perpetuidade, iguais à depreciação (e não maiores), e, no entanto, assume a mesma taxa real de crescimento de 3% a.a. aplicada em CBPI”;
- y. "a incoerência reside justamente na aplicação dessa taxa de crescimento, na medida em que, uma companhia que realize investimentos apenas para cobrir sua depreciação tenderia a não crescer na perpetuidade (taxa de crescimento real igual a zero), sendo, no mínimo, imprudente a assunção de uma taxa real de crescimento de 3% a.a.”;
- z. "outrossim, caso o Laudo tivesse apresentado justificativa razoável para adoção da referida taxa real de crescimento em situações em que os investimentos se igualem à depreciação, ainda assim esse crescimento só poderia ser assumido por mais dez ou quinze anos após 2016, tendo em vista que os investimentos realizados dentro dos dez primeiros anos de projeção (2006 a 2016) poderiam ser suficientes para prover

capacidade produtiva até 2031 [\(35\)](#) mas jamais poderia ser assumido tal crescimento na perpetuidade, sob pena de se incorrer em um otimismo infundado";

- aa. "diante de tal constatação, ou seja, considerando que apenas até 2031 (ou seja, nos quinze anos subseqüentes ao período projetado) seria razoável um crescimento real de 3%[\(36\)](#) e, na perpetuidade, um crescimento real igual a zero [\(37\)](#) para Ultrapar e, ainda, mantendo-se a premissa adotada pelo Laudo para CBPI (3% de crescimento real, ou 5% nominal – considerando a inflação americana – e investimento, na perpetuidade, superior à depreciação), obtém-se os seguintes resultados ('Simulação PREVI'):

Companhias - Ação	Valor por ação - Laudo	Valor por ação – Simulação PREVI	Varição %
Ultrapar	67,87	56,89	- 16,17%
RPI	54,36	54,44	0,14%
DPPI	43,28	43,27	- 0,04%
CBPI	28,39	28,35	- 0,14%

- ab. "diante dessa Simulação, a nova relação de troca seria":

Companhias - Ação	Relação de Troca - Laudo	Simulação PREVI
Ultrapar	1,000	1,000
RPI	0,8010	0,9568
DPPI	0,6377	0,7605
CBPI	0,4182	0,4982

- ac. "com base nessa relação de troca, a PREVI teria direito ao seguinte número de ações":

Companhias - Ação	N. de ações a receber – Laudo	N. de ações a receber - Simulação PREVI	Diferença a maior em quantidade de ações	Valor financeiro da diferença (38)
RPI	1.328.128	1.568.516	258.388	R\$ 16.007.146,69
DPPI	3.703.881	4.416.889	713.008	R\$ 44.170.848,38
CBPI	6.886.797	8.203.958	1.317.161	R\$ 81.598.124,75
Total	11.918.805	14.207.362	2.288.557	R\$ 141.776.119,82

- ad. "observa-se, portanto, que o prejuízo, mais uma vez, é objetivamente aferível";

- ae. "a independência dos Avaliadores, assim como o seu poder discricionário para a escolha de determinados critérios não pode servir de justificativa para uma superavaliação artificial de Ultrapar, na medida em que tais 'poderes' encontram seus limites na obrigatoriedade de observância da prudência e na proteção do acionista minoritário";

- af. "uma vez desrespeitados esses limites, constata-se a existência de infração objetiva, que merece, à luz da legislação societária, a correção por parte dessa D. Comissão";

- ag. "deve-se enfatizar que os prejuízos aqui demonstrados não dizem respeito apenas à PREVI, enquanto acionista preferencialista, mas sim ao mercado em geral, diante da evidente vulnerabilidade de todo e qualquer acionista face a operações compulsórias, como no presente caso, notadamente quando somadas ao abuso da discricionariedade do Avaliado";

1.13. Da Manifestação das Companhias quanto ao quarto e quinto pedido

40. Instadas a se manifestar por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/nº408/07, em 10 de dezembro de 2007 (fls.1254), a RPI, a CBPI e a DPPI encaminharam correspondência, em 12 de dezembro de 2007, respondendo nos seguintes termos (fls.1332/1353):

• Questões Contratuais

- a. "Braskem, Ultrapar e Petrobras tinham e têm absoluta ciência de que haveria as incorporações de ações e concordaram expressamente com isso";
- b. "sendo deliberada a incorporação de ações, os efeitos desta deliberação recairão sobre todos os acionistas das companhias, de sorte que, mesmo que houvesse uma disposição contratual que conflitasse com isso, o que não há, isso não impediria os efeitos da incorporação de ações. A questão contratual deveria ser resolvida entre os contratantes";
- c. "ninguém questionou a possibilidade de que Ultrapar deliberasse a incorporação de ações; e, portanto, depois de deliberada, todo o resto é efeito legal, *ope legis*, e independe da vontade das partes";
- d. "e se os contratos contiverem defeitos ou imperfeições; e se foram mal nomeados, que diferença faz? O contrato é entre as partes e as partes podem, a qualquer tempo, se assim o desejarem, alterar suas cláusulas e condições e executarem suas obrigações na forma de suas intenções";
- e. "a assembléia geral pode alterar o protocolo de incorporação, ou seja, aprová-lo com modificações. A assembléia é soberana e tem liberdade de alterar o protocolo, que é só uma proposta organizada submetida à assembléia. Decorre daí que, ainda que existisse ilegalidade (que não existe), ela poderia ser resolvida em assembléia, ainda mais quando se vê que as alegadas ilegalidades apontadas com relação à proposta dizem respeito, apenas, à quantidade de ações a serem emitidas";

• Ações Alienadas fiduciariamente

- f. "Braskem e Petrobras não só concordaram com a incorporação de ações, como ainda concordaram que esta fosse cancelada e substituída por outras garantias. Dito de outra forma, a única forma de se interpretar o contrato é no sentido de que os credores autorizaram o devedor a tomar todas as medidas necessárias a (i) realizar a incorporação de ações e (ii) substituir as ações originalmente dadas em garantia";
- g. "e ainda que fosse o caso de se discutir o tema, já que estaríamos no campo das formalidades (a que pretendem se apegar os Reclamantes), formalidade por formalidade, o fato é que **nos registros societários respectivos das companhias, mantidos junto às instituições financeiras depositárias**, que se prestam para identificar os proprietários das ações emitidas, **a Ultrapar consta como sendo a única proprietária das ações de RPI, DPPI e CBPI**, que é o que importa. Pois, tratando-se, como é o caso, de direito real, é a transcrição no registro próprio que transfere a propriedade";

• Aquisição mediante comissão: propriedade do comissário

- h. "isso significa que o comissário passa a ser proprietário do bem adquirido. Ele é titular do bem, para todos os fins e efeitos de direito, até que seja extinta a comissão, quando então deve ele prestar contas e transferir o bem ao comitente";

- i. "enquanto perdura a comissão, por estar ainda o comissário praticando os atos necessários para a consecução da aquisição dos bens, o comitente não tem a propriedade do bem, que é de domínio exclusivo do comissário. Não se trata de inadimplência, porque ainda não foi plenamente executado o objeto do contrato";
 - j. "tanto isso é verdade que o vendedor do bem sequer precisa saber que existe o contrato de comissão – esse assunto é afeto unicamente ao comissário (comprador) e ao comitente. Para todos os fins, o relacionamento é entre comissário e o terceiro";
 - k. "pelo próprio conceito e conteúdo da comissão, já seria impossível dizer que a Braskem e Petrobras são acionistas das sociedades do Grupo Ipiranga, mais propriamente da RPI, DPPI e CBPI";
 - l. "o objeto da comissão não é a aquisição de ações da RPI, DPPI e CBPI, mas a aquisição de determinados ativos do Grupo Ipiranga, conforme claramente especificado no Comunicado ao Mercado de 19 de abril de 2007";
 - m. "o que se nega, veementemente, é que Braskem e Petrobras, por força da comissão, sejam titulares de ações da RPI, DPPI e CBPI. E não o são até mesmo porque a transferência dos ativos objeto do contrato não inclui ações dessas companhias";
 - n. "se o interesse da Braskem e Petrobras fosse o de se tornar proprietários de ações da RPI, DPPI e CBPI teriam adquirido diretamente ações dessas sociedades do Grupo Ipiranga. Mas não o fizeram justamente porque não tinham interesse em adquirir referidas ações, mas sim outros ativos do Grupo Ipiranga";
 - o. "a comissão ainda não foi plenamente executada e concluída, de sorte que a Ultrapar é, hoje, proprietária das ações das sociedades do Grupo Ipiranga e assim continuará sendo, devendo apenas, para cumprir o contrato de comissão, entregar a Braskem e Petrobras outros ativos que não as ações da RPI, DPPI e CBPI se e quando for completamente executado o contrato de comissão";
- Incorporação das ações de RPI, DPPI e CBPI não emissão de ações Ultrapar para RPI e DPPI
 - p. "todas as Companhias Ipiranga serão subsidiárias integrais da Ultrapar o resultado ao final é absolutamente nulo e terminará com a Ultrapar detendo todas as ações das Companhias Ipiranga. As eventuais participações recíprocas, como mencionado no protocolo de incorporação e justificação, seriam extintas na forma da LSA, o que poderia se dar, inclusive, com o cancelamento das ações";
 - q. "de outro lado, o aumento de capital não é obrigatório em qualquer incorporação ou incorporação de ações, de que é exemplo a já amplamente admitida incorporação de sociedade com patrimônio líquido negativo, onde não se aumenta o capital, ou a incorporação onde a companhia incorporadora possui ações em tesouraria para substituir com as ações da incorporada";
 - r. "bastaria que a AGE da Ultrapar, quando deliberasse aprovar os documentos, fizesse qualquer retificação que entendesse conveniente ou necessária, já que, como demonstrado antes, ela é soberana";
 - Inaplicabilidade do art. 245 à Incorporação de ações
 - s. "o art. 245 é uma norma geral da contratação entre controladora e controlada, nos grupos de sociedade de fato. Cuida das relações comerciais, financeiras, etc. entre controlada e controladora";
 - t. "para a incorporação de sociedades integrantes de grupo de sociedade de fato (ou mesmo de direito), a LSA tem disposição específica, para tratar a questão. É este dispositivo que deve presidir as condições da incorporação. Exige-se, neste dispositivo, conforme é unânime a doutrina e a própria CVM, que se estabeleçam relações de trocas equitativas";
 - u. "no caso específico, as Companhias apresentaram os dois laudos (ou melhor, três laudos), e todos atestam a equitatividade da relação de troca";
 - v. "evidentemente o protocolo e justificação de incorporação não é um contrato; é apenas uma proposta organizada e padronizada a ser submetida à assembléia, que pode aceitar, rejeitar ou modificar o seu teor".
 - Valor do Controle da CBPI no valor da DPPI
 - w. "de acordo com os Reclamantes, os laudos de fluxo de caixa deveriam avaliar as ações ordinárias da CBPI detidas pela DBPI de acordo com o valor que foi pago pela Ultrapar na aquisição do controle";
 - x. "dito de outra maneira, querem os Reclamantes que a Ultrapar pague pela aquisição de controle que já tem... Ou, o que é pior: que pague duas vezes pela aquisição do controle, uma vez para os antigos controladores que alienaram o controle, outra vez para os minoritários da DPPI";
 - y. "o que vale é o controle final, e foi exatamente esse controle que foi alienado para a Ultrapar e é este controle que permite à Ultrapar exercer plenamente seu poder de controle e que justificou o pagamento do prêmio de controle. Em outras palavras: tanto as ações a que se referem os Reclamantes não eram de controle que o controle é exercido sem elas e foi alienado";
 - z. "de toda forma, após a reestruturação, e um de seus evidentes benefícios para os acionistas minoritários, suas ações terão direito de *tag along*";
 - Valor das ações minoritárias de DPPI e CBPI na RPPI
 - aa. "não há como se confundir valor de uma ação com o preço que teve que ser oferecido em uma única oportunidade e exclusivamente em cumprimento de uma obrigação legal, que já se extinguiu";
 - ab. "além disso, estas ações não têm direito ao *tag along* em razão de serem detidas por quem faz parte do mesmo grupo e está sob controle comum do alienante do controle, sendo que a própria CVM não determinou a inclusão de tais ações no edital da OPA por alienação de controle";
 - ac. "de toda forma, se tivessem razão os Reclamantes, por paridade, as ações ordinárias da DPPI, da RPI e da CBPI de propriedade da Ultrapar deveriam ser avaliadas pelo mesmo valor";
 - ad. "este valor pressuporia uma nova alienação de controle e uma nova obrigação de se realizar oferta pública obrigatória do art. 254-A, o que também não é o caso".
41. Instadas a se manifestar por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/nº409/07, em 10 de dezembro de 2007 (fls.1261), a Ultrapar encaminhou correspondência, em 12 de dezembro de 2007, respondendo ao quinto pedido de interrupção nos seguintes termos (fls.1354/1360):
- a. "a reclamação questiona apenas a avaliação da Ultrapar feita pelo Deutsche Bank (DB), e mesmo assim apenas em 2 aspectos";
 - b. "é natural que a PREVI tenha dúvidas com relação a certos detalhes da avaliação da Ultrapar, não porque existam erros, mas porque a PREVI conhece os negócios da Ultrapar com menor profundidade que os negócios das Companhias Ipiranga, onde é acionista há longos anos";
 - c. "o objetivo final da PREVI é debater nestes autos o valor de avaliação da Ultrapar e obter a sua revisão, o que, evidentemente, não cabe ser feito num processo com rito acautelatório e sumário, como o previsto pelo artigo 124, §5º, inciso II, da LSA";

- d. "não obstante a inadequação do procedimento instaurado pela PREVI, o que impediria qualquer apreciação da matéria de mérito levantada nestes autos, a carta do DB anexa responde as questões técnicas levantadas pela PREVI na avaliação da Ultrapar, evidenciando o embasamento das premissas utilizadas, e demonstra que não há qualquer dos vícios apontados no Laudo de Avaliação do DB no tocante à Ultrapar".

42. Em sua correspondência, datada de 12 de dezembro de 2007, o **Deutsche Bank** manifestou-se no seguinte sentido (fls.1361/1364):

• Alíquota de IR e CSLL

- a. "de maneira consistente para todas as companhias avaliadas no Laudo – tanto para a Ultrapar quanto para as empresas do Grupo Ipiranga – julgamos mais apropriado utilizar as alíquotas efetivas de IR/CS em vez da alíquota de 34%, mesmo na perpetuidade. Esta premissa melhor reflete a realidade de todas as empresas em questão e evita o excesso de conservadorismo que penalizaria o valor de todas as companhias avaliadas";
- b. "esta premissa reconhece que as empresas avaliadas são capazes de implementar um planejamento fiscal e incorrer em alíquotas de IR/CS inferiores a 34%. Esta premissa foi debatida em due diligence com a administração de todas as companhias e não temos razão para acreditar que no futuro as empresas não conseguirão apresentar resultados semelhantes";
- c. "diferente do sugerido pela Previ, as premissas apresentadas no Laudo são prudentes, conservadoras e consistentes a notar que optamos por utilizar a média histórica da alíquota de IR/CS dos últimos três anos em vez da mais recente para todas as companhias acima exceto para Ultrapar. Para a Ultrapar, em função da nossa preocupação não só com o conservadorismo mas também nossa preocupação com a consistência e aderência da análise, utilizamos a estimativa da administração da Ultrapar que resultou em uma alíquota média de cerca de 22% no horizonte de projeção, ou seja mais de 36% superior à média histórica da Ultrapar nos 3 anos entre 2004 e 2006";
- d. "como resultado de nossa due diligence, julgamos que a premissa de IR/CS utilizada na análise da Ultrapar é consistente, especialmente porque historicamente a alíquota efetiva da Ultrapar se manteve bem abaixo dos 22%, utilizados no horizonte de projeção, provando a habilidade da administração da Ultrapar em implementar a sua estratégia. Em particular, a planta da Camaçari foi inaugurada há cerca de 30 anos e desde então sempre obteve a renovação de seus incentivos fiscais. 2007 não foi diferente – conforme indicado previamente pela administração da Ultrapar – o mais relevante dos incentivos fiscais foi renovado por mais de 10 anos. A Ultrapar sempre teve os seus pedidos de concessão ou renovação de incentivos deferidos, sem exceção (foram 28 pedidos, ao longo de aproximadamente 30 anos), justificado pelos investimentos em produção continuamente realizados na área de influência da ADENE";
- e. "além disso, a decisão de localização dos investimentos da companhia considera os potenciais benefícios fiscais existentes e sua probabilidade de renovação, bem como os planejamentos alternativos disponíveis. A alíquota da Ultrapar inferior a 34%, não é uma casualidade, mas uma consequência da estratégia e dos atos da sua administração";

• Taxa de crescimento

- f. "discordamos da PREVI com relação à suposta incoerência apontada no parágrafo 33 da sua carta. A diferença entre capex e depreciação na CBPI decorre de uma particularidade desta companhia, conforme destacado nas páginas 93 e 94 do Laudo, em atendimento ao Ofício/CVM/SER/GER-1/Nº1703/2007";
- g. "com relação a Ultrapar, a taxa de crescimento de 3% na perpetuidade representa uma estimativa do crescimento médio dos três seguimentos em que a Ultrapar atua: distribuição de GLP (crescimento abaixo do PIB), petroquímica e logística (ambos com crescimento acima do PIB) – dado um investimento em linha com despesa de depreciação";
- h. "o crescimento em questão é o crescimento do fluxo de caixa, resultando de investimentos e rentabilidade. No caso específico da Ultrapar, o principal fator de crescimento do seu fluxo de caixa na perpetuidade é a melhoria da rentabilidade proporcionada por i) mudança de mix de produção, e ii) maior eficiência nas operações. Estas melhorias são graduais e não estão refletidas no horizonte de projeção e são alcançadas com o nível de investimento proposto";
- i. "a Ultragas é uma empresa relativamente madura e apresenta um crescimento moderado. No entanto, a expectativa de crescimento mais robusto do segmento corporativo é um importante determinante do crescimento do fluxo de caixa. Espera-se que as vendas no segmento granel cresçam mais rapidamente que o envasado, o que por sua vez aumenta o crescimento ponderado da Ultragas no horizonte final de projeção e no longo prazo tenderá a estar mais próximo do PIB (driver do granel) do que o crescimento vegetativo da população brasileira (driver do envasado)";
- j. "a Oxitenos possui uma estratégia clara de foco em especialidades químicas, que apresentou crescimento médio de 350% do PIB nos últimos 8 anos, apenas no Brasil. A Oxitenos está implementando investimentos importantes de aumento de capacidade e somente capitalizará seu potencial total à medida que otimizar o mix e eliminar os gargalos de produção – ambos alcançados gradualmente com investimentos marginais. Note que o aumento de capacidade de produção inicialmente direcionado à produção de commodities químicas e gradualmente direcionado à produção de especialidades (com maior margem) à medida que a demanda por tais produtos se concretize";
- k. "o potencial crescimento da Oxitenos é ainda mais sólido ao considerar a otimização do processo produtivo, e o potencial dos mercados adjacentes. A Oxitenos possui uma estratégia de expansão internacional, com aquisição de produtores de especialidades químicas no exterior, e com a abertura de escritórios de representação em mercados relevantes como Mercosul, Nafta, Europa e Ásia. Essa estratégia praticamente libera a Oxitenos de quaisquer amarras ao crescimento, ao menos sob a ótica da demanda. Sob a ótica da produção, o foco em especialidades permite a Oxitenos otimizar a utilização do suprimento de eteno, ou seja, para uma mesma quantidade de suprimento de matéria-prima a Oxitenos consegue expandir sua produção pela migração para produtos com menor quantidade de eteno contido, a partir de investimentos marginais pouco relevantes";
- l. "para tanto, a Oxitenos tem a política de investir 2% da receita em pesquisa e desenvolvimento de novas especialidades químicas, trabalhando em conjunto com seus principais clientes. Destes 2%, apenas a metade é contabilizada como investimento sendo a outra metade contabilizada como despesa. No último ano do período de projeção, esta despesa equivale a 32% da depreciação da Oxitenos naquele ano. É notório que investimentos em pesquisa e desenvolvimento constituem driver relevante de crescimento das empresas e de seus fluxos de caixa";
- m. "a Ultracargo opera no setor de logística, um dos maiores gargalos de infra-estrutura do Brasil. Espera-se a Ultracargo cresça em linha com o PIB se mantiver o mesmo mix de produtos, ou apresente crescimento ainda maior se alocar seus ativos em produtos de maior valor agregado (o que não foi considerado na projeção)".

2. **DA ANÁLISE**

43. Inicialmente, ressaltamos que a presente análise, motivada pelos pedidos de interrupção formulados pelos acionistas minoritários da RPI, DPPI e CBPI, restringe-se ao exame da legalidade e regularidade das propostas submetidas às Assembléias Gerais Extraordinárias dessas Companhias, convocadas para o dia 18 de dezembro de 2007, à luz do artigo 124, §5º, inciso II, da Lei n.º6.404/76.
44. Conforme se extrai dos editais de convocação das Assembléias, a proposta reporta-se essencialmente à aprovação dos Protocolos e Justificação da Incorporação de Ações das Companhias pela Ultrapar e dos Laudos de Avaliação que suportam a proposta, bem como à reforma dos estatutos sociais de forma a adequá-los à situação jurídica de subsidiárias integrais que essas Companhias passarão a deter após a incorporação.

45. Feitas essas considerações, passamos à análise dos pontos suscitados nos cinco pedidos de interrupção, que foram organizados em tópicos.

II.1. Da relação de troca na Incorporação de Ações

II.1.1. Data do anúncio da relação de troca anterior à data de assinatura do Laudo de Avaliação DB

46. Alegam os requerentes que as relações de troca das incorporações de ações teriam sido acordadas entre a incorporadora Ultrapar, a Braskem e a Petrobras, sem qualquer participação das administrações de RPI, DPPI ou CBPI, bem como que sua divulgação se deu em data anterior (Fato Relevante de 19 de março de 2007) àquela da conclusão do Laudo de Avaliação de Deutsche Bank (19 de abril de 2007), o que sugeriria que a mesma não teria sido baseada no mencionado Laudo.
47. As Companhias argumentam que inexistiria exigência legal à confecção de laudo de avaliação em operações de incorporação de ações, pelo que haveria liberdade das administrações para estabelecer as relações de troca, desde que demonstrada sua equitatividade.
48. Sobre a alegação dos Requerentes cabe comentar que:
- o estabelecimento da relação de troca é uma decisão que cabe à administração das sociedades, à condição de que seja comutativa;
 - no caso específico, para fins da incorporação de ações, foram emitidos laudos pelos seguintes avaliadores independentes: Deutsche Bank (laudo de avaliação econômica por fluxo de caixa descontado, com data base de 31 de dezembro de 2006); Credit Suisse (laudo de avaliação econômica por fluxo de caixa descontado, com data base de 30 de setembro de 2007); KPMG (laudo de avaliação contábil, com data base de 30 de setembro de 2007); e Apsis (laudo de avaliação do patrimônio líquido à preços de mercado, com data base de 30 de setembro de 2007);
 - a relação de troca estabelecida para fins da incorporação de ações das Companhias, divulgada no Fato Relevante de 19 de março de 2007, encontra-se dentro das faixas de preço apuradas pelos Laudos de Avaliação DB e CS;
 - as faixas de preço apuradas pelo Laudo CS aproximam-se daquelas encontradas pelo Laudo DB;
 - não obstante a data de assinatura do Laudo DB ser de 04 de abril de 2007, a data-base tomada como referência é 31 de dezembro de 2006.
49. Deve-se também observar que o critério econômico foi entendido pelos avaliadores independentes DB e CS, como o parâmetro mais indicado para a determinação da relação de troca, conforme as observações abaixo reproduzidas:

"a avaliação econômica por fluxo de caixa descontado é a que melhor traduz o valor da empresa e permite a comparação entre as companhias, especialmente para fins de estabelecer a relação de troca" (Companhias).

"reiteramos que a metodologia de avaliação mais apropriada dos ativos em questão deve refletir a capacidade de geração de caixa da cada companhia, o que é consistente com a avaliação por meio de fluxo de caixa descontado a valor presente e múltiplos de valor. Assumir que o valor das companhias deveria ser determinado por um contrato privado entre três empresas (Ultrapar, Braskem e Petrobras) contraria esta lógica e vai contra as teorias de finanças corporativas e práticas de mercado, e, portanto, é metodologia incorreta para os fins que se propõe o Laudo. Note-se, também, que tal contrato é incompleto para o que propõem os Reclamantes, pois não apresenta um valor para a Ultrapar" (Deutsche Bank)

"julgamos o método de fluxo de caixa descontado ('DCF') é o mais adequado porque este: (i) reflete o valor intrínseco dos ativos; (ii) captura apropriadamente as oportunidades da empresa, ajustando distorções extraordinárias e; (iii) incorpora o crescimento da empresa, fruto de investimentos futuros. Além disso, o método de fluxo de caixa é notadamente uma referência para avaliações de ativos, tendo sido utilizado em diversos outros laudos com propósitos similares" (Credit Suisse)

50. Sendo assim, não se pode afirmar que a proposta submetida à assembleia é ilegal, considerando o procedimento administrativo extraordinário de que se trata, em razão da questão suscitada pelos Requerentes.

II.1.2. Inconsistências nos laudos de avaliação

II.1.2.1 Margem EBITDA de CBPI e DPPI (Laudo DB e Laudo CS)

51. No que concerne à questão da diminuição no valor das Companhias decorrente do fato de os Laudos de Avaliação DB e CS terem considerado margens de EBITDA (2,1%, no Laudo DB, e 2,2%, no Laudo CS) inferiores àquelas divulgadas publicamente pela administração da Ultrapar (3%), as Companhias alegaram que a declaração prestada pelo Diretor de Relações com Investidores da Ultrapar por ocasião do *conference call* com analistas, em 10 de outubro de 2007, referia-se a uma margem EBITDA "fictível", "de longo prazo e a depender de uma série de eventos, inclusive benefícios de alavancagem operacional através de aquisições futuras", e que não representava "necessariamente o consenso da administração de tais companhias sobre a quantificação da margem EBITDA na perpetuidade".
52. Neste ponto, o Credit Suisse informou que as avaliações de DPPI, RPI e CBPI se basearam "em informações fornecidas pelas administrações das Companhias em uma base '*stand alone*', as quais não consideraram nenhum tipo de eventual sinergia da Transação" ao passo que as declarações supramencionadas "foram dadas em um contexto de questionamentos sobre eventuais impactos de sinergias da Transação na margem EBITDA da DPPI e da CBPI".
53. Ainda segundo o avaliador, tal aumento de margem EBITDA seria um evento com grau de incerteza muito elevado que jamais poderia ser considerado em uma avaliação.
54. Em nossa avaliação, o exame da transcrição dessa *conference call* não permite concluir que a mencionada declaração represente um dado com respaldo efetivo, nem que ela evidencie, por si só, uma ilegalidade na proposta submetida às AGEs.

II.1.2.2 Redução de Despesas Operacionais (Laudo CS)

55. Sobre a alegação de que o Laudo CS não teria considerado os ganhos advindos das reduções de despesas operacionais implementadas nas Companhias, ao final do segundo trimestre de 2007, e divulgadas pela administração da Ultrapar no mencionado *conference call*, as Companhias e o Credit Suisse informaram que as reduções de despesas operacionais implementadas anteriormente à Transação já estariam refletidas nas projeções para 2007, considerando que a data base do laudo é 30 de setembro de 2007.

II.1.2.3 Capital de Giro/Receita Líquida de CBPI e DPPI (Laudo CS)

56. Os requerentes questionam o aumento da Relação Capital de Giro/Receita Líquida encontrado pelo Laudo CS, de data-base de 30 de setembro de 2007, em comparação ao Laudo DB, de data-base de 30 de dezembro de 2006, uma vez que as demonstrações financeiras divulgadas pelas Companhias indicariam o movimento oposto de redução dessa relação.
57. A respeito, o Credit Suisse informou que: (i) "os investimentos futuros em capital de giro foram calculados com base na manutenção dos prazos médios de cada uma das contas contábeis que compõem o capital de giro, com base nos níveis observados em 30 de setembro de 2007 e esperados pela administração das Companhias para o ano de 2007"; e (ii) "esta metodologia pressupõe que a Companhia não irá passar por nenhuma alteração substancial na sua atual política de capital de giro, algo que foi atestado e verificado pelos administradores de DPPI e CBPI".

58. Em sua manifestação, o avaliador independente apresentou tabelas, indicando os valores de investimento em capital de giro e o número de dias para cada uma das contas contábeis, para a CBPI e a DPPI, que teriam servido de base ao cálculo da Relação Capital de Giro/Receita Líquida.

II.1.2.4. Custo da Dívida (Laudos CS)

59. Questionam os requerentes o critério utilizado pelo avaliador para a determinação do custo da dívida de Ultrapar (7,25% a.a. em dólar) e de CBPI e DPPI (9,79% a.a. em dólar), que implicou em um *spread* de 2,54% (254 pontos-base) entre essas Companhias. Aparentemente, o avaliador teria usado como fonte para essas premissas os *eurobonds* emitidos pelas duas sociedades. Caso o avaliador tivesse utilizado o *spread* de 15 pontos base (das debêntures) com base nas emissões mais recentes dessas Companhias, o valor da CBPI aumentaria em R\$ 318 milhões (ou seja, 13% de aumento).
60. Em sua manifestação, o avaliador independente Credit Suisse fundamentou as premissas utilizadas em sua avaliação com base nos seguintes argumentos:
- "para fins de cálculo de WACC deve-se considerar o custo de captação de uma empresa no longo prazo, portanto, utilizar o *yield* atual do Global Note da CBPI não é correto, pois não possui um prazo significativo, visto que seu vencimento ocorre em agosto de 2008 e o WACC deve considerar uma estimativa de custo de dívida de longo prazo";
 - "com relação ao custo de dívida de 7,25% a.a. da Ultrapar, ele foi calculado com base no *Eurobond* emitido pela Companhia em 2005 com prazo de 10 anos";
 - "outro exemplo que serve para explicar a diferença de custo de dívida entre as duas companhias está na classificação de *rating* recebida por cada uma das emissões. [...] Segundo estudos apresentados no *website* de Aswath Damodaran, [...] o *spread* do custo da dívida de uma empresa com classificação de *rating* B para uma empresa com *rating* BB+ é de 200bps, o que reforça a argumentação de que o uso do *yield* do Global Note da CBPI não é correto";
 - "entendemos ainda não ser correto utilizar o custo de emissão das debêntures, uma vez que o nosso WACC foi estimado em dólares, e a utilização das debêntures demandaria arbitramentos quanto à taxa de câmbio e quanto aos cupons implícitos para conversão do custo da dívida de Reais para dólares, um caminho que julgamos desnecessário dado que as duas companhias possuem títulos de dívida em dólar".

II.1.2.5. IR/CSLL (Laudos DB)

61. Neste particular, suscitam os requerentes a necessidade de revisão do Laudo DB, em vista da violação ao princípio do conservadorismo, considerando que o avaliador utilizou, para Ultrapar, alíquota média de IR/CSLL (22%) inferior a que, em média, incidiria (34%), no período projetado de 2006 a 2016, e na perpetuidade, levando em conta isenções fiscais obtidas pelas controladas de Ultrapar por meio do programa de incentivo promovido pela ADENE, a despeito de haver prazos determinados para o término dessas isenções (2007, 2008, 2012, 2013 e 2015) e a possibilidade de sua não renovação.
62. Segundo informado pelo Deutsche Bank, tal premissa, debatida em *due diligence* com a administração de todas as companhias, "reconhece que as empresas avaliadas são capazes de implementar um planejamento fiscal e incorrer em alíquotas de IR/CS inferiores a 34%".
63. Desta forma, o avaliador se posiciona no sentido de que "as premissas apresentadas no Laudo são prudentes, conservadoras e consistentes a notar que optamos por utilizar a média histórica da alíquota de IR/CS dos últimos três anos em vez da mais recente para todas as companhias, (...) exceto para Ultrapar. Para a Ultrapar, em função da nossa preocupação não só com o conservadorismo, mas também nossa preocupação com a consistência e aderência da análise, utilizamos a estimativa da administração da Ultrapar que resultou em uma alíquota média de cerca de 22% no horizonte de projeção, ou seja mais de 36% superior à média histórica da Ultrapar nos 3 anos entre 2004 e 2006".
64. Por fim, o Deutsche Bank destaca que "a Ultrapar sempre teve os seus pedidos de concessão ou renovação de incentivos deferidos, sem exceção (foram 28 pedidos, ao longo de aproximadamente 30 anos), justificado pelos investimentos em produção continuamente realizados na área de influência da ADENE".

II.1.2.6. Taxa de Crescimento (Laudos DB)

65. Outro ponto merecedor de revisão no Laudo DB, na visão das requerentes, seria a taxa de crescimento de Ultrapar (3% a.a.), que seria incoerente com a projeção do avaliador de investimentos, na perpetuidade, iguais à depreciação.
66. De acordo com as informações do Deutsche Bank, a referida taxa "representa uma estimativa do crescimento médio dos três seguimentos em que a Ultrapar atua: distribuição de GLP (crescimento abaixo do PIB), petroquímica e logística (ambos com crescimento acima do PIB) – dado um investimento em linha com despesa de depreciação".
67. Segundo o avaliador independente, tal crescimento se justificaria pelo "crescimento do fluxo de caixa, resultando de investimentos e rentabilidade. No caso específico da Ultrapar, o principal fator de crescimento do seu fluxo de caixa na perpetuidade é a melhoria da rentabilidade proporcionada por (i) mudança de mix de produção, e (ii) maior eficiência nas operações. Estas melhorias são graduais e não estão refletidas no horizonte de projeção e são alcançadas com o nível de investimento proposto".

II.1.2.7. Considerações comuns às supostas inconsistências dos laudos

68. Sobre os questionamentos concernentes à verificação independente por parte dos avaliadores, temos as seguintes considerações a fazer:
- conforme já comentado, para fins da incorporação, foram emitidos laudos por quatro diferentes avaliadores independentes: Deutsche Bank, Credit Suisse, KPMG e Apsis;
 - no caso TCO, evocado pelos requerentes, a interrupção do curso do prazo de antecedência da AGE ocorreu em função da necessidade de realização de diligências adicionais pela SEP, objetivando obter a manifestação dos avaliadores quanto aos pontos levantados no pedido de interrupção;
 - no presente caso, diferentemente do que se processou no precedente de TCO, os avaliadores Deutsche Bank, Credit Suisse e Apsis encaminharam, a pedido das Companhias, manifestações relativas aos pontos suscitados pelos reclamantes, justificando os critérios adotados na definição das premissas, justificativas essas que, a nosso ver, não apontam para a existência de irregularidades detectáveis de plano;
 - neste ponto, é importante observar que o entendimento que tem sido firmado na CVM é que o procedimento cautelar previsto no artigo 124, §5º, da Lei n.º 6.404/76 não é a sede adequada para a análise de questões cujo exame da regularidade exige dilação probatória;
 - cumpramos salientamos também que mesmo que o Colegiado venha a entender, no presente caso, pela necessidade de realização de diligências para o exame das premissas que embasaram os laudos, consideramos que o prazo de quinze dias não seria suficiente para a conclusão dessas análises.

II.1.3. Critério econômico

69. Apontam os requerentes que haveria suposta impropriedade na metodologia de avaliação, presente tanto nos Laudos de Avaliação Econômica de DB e CS, quanto no Laudo de Avaliação do Patrimônio Líquido a preço de mercado de Apsis, consistente na atribuição aos ativos a serem transferidos à Petrobras e à Braskem de valores menores do que os preços de venda efetivamente contratados, conforme planilha abaixo reproduzida.

R\$	Preço de Venda	APSYS (PL a mercado)	Deutsche Bank (Valor Econômico)	Credit Suisse (Valor Econômico)
Ativos Petroquímicos	2.496 milhões	1.275 milhões	2.104 milhões	2.146 milhões
Ativos de Distribuição Norte	1.114 milhões	654 milhões	882 milhões	789 milhões

70. Em sua manifestação, as Companhias alegaram que:

- a. "os laudos partem de uma visão global do avaliador que convém seja respeitada, sob pena de se fazer um laudo misto, híbrido e por isso imprestável";
- b. "em segundo lugar, (...) retiraria a consistência dos laudos e comprometeria sua função principal que é a de aferir a relação de troca proposta. É fácil explicar. Os laudos foram pedidos para que os avaliadores, de forma independente, apurassem a relação de troca resultante de suas avaliações, segundo as suas visões das companhias e seus negócios. O inconsistente critério proposto significaria adotar critérios incompatíveis, quais sejam fluxo de caixa (ou preços de mercado) para certos negócios e suposto valor negociado para outros, o que tornaria os laudos imprestáveis para efeito de comparabilidade, na medida em que estariam sendo comparados negócios equivalentes por critérios distintos. Certos negócios de acordo com a visão do avaliador do fluxo de caixa a valor presente (ou preços de mercado); outros negócios de acordo com o suposto preço negociado";
- c. "para que se pudesse adotar o equivocado critério proposto pelos Reclamantes o mínimo que deveria ser feito é avaliar todos os negócios segundo estes critérios, sob a ótica da possível venda para um adquirente estratégico, inclusive da Ultrapar. Ou seja, neste caso também a Ultrapar deveria ser avaliada sob a ótica de sua aquisição por um comprador estratégico que levasse em consideração sinergias e prêmio de controle";
- d. "adicionalmente, no caso em tela, os Laudos de Avaliação não poderiam mesmo considerar o preço que será, eventualmente, pago por Petrobras e Braskem à Ultrapar na etapa de segregação dos ativos";
- e. "seja porque tal alienação dos negócios e dos ativos, na forma apresentada pelos Reclamantes, não foi sequer concretizada. O negócio só se efetivará se a Incorporação de Ações for aprovada nas AGES. Ou seja, não há nenhum fundamento jurídico ou econômico que obrigue que referido preço componha, desde já, os Laudos de Avaliação, se o negócio ainda não foi efetivado. Caso não haja a incorporação a transferência da gestão e do controle dar-se-á de outra forma, como já se disse acima, na qual a pretendida referência de preço construída pelos Reclamantes se perde";
- f. "seja porque não faria qualquer sentido nas circunstâncias estabelecer uma relação de troca baseada em avaliações de ações por métodos diferentes. Para que se obtivesse um resultado equitativo, lógico e compreensível era preciso, como realmente fizeram os avaliadores, tomar como referência um único critério pois se estava a procura de valores que pudessem ser comparados entre si para estabelecer as trocas decorrentes das incorporações".

71. Os avaliadores DB e CS também manifestaram que:

- a. "o valor dos tais Ativos Distribuição Norte e Ativos Petroquímicos não é linear. É decomposto em 3 partes. A razão, esta sim, é evidente. É que no preço pactuado está, como não poderia deixar de ser, pois foi esse o negócio primeiro e necessário, sem o qual não haveria operação, a aquisição do bloco de ações que representa o controle acionário das companhias Ipiranga e o direito de controlar e gerir os seus ativos e negócios e, como consectário legal disso, a obrigação de arcar com o custo relativo à oferta pública obrigatória do art. 254-A" (DB);
- b. "as duas primeiras parcelas do preço referem-se à aquisição do controle e ao prêmio de controle e ao *tag along*, basta que se veja que a primeira parte foi paga quando da aquisição do controle das companhias Ipiranga; a segunda parte, quando da liquidação das ofertas públicas obrigatórias" (CS).

72. Sobre a questão, importa salientar que:

- a. a SEP já manifestou entender que é possível a fixação de relação de troca com base em critérios diferentes desde que devidamente circunstanciados, tal como ocorreu nos casos Banco do Brasil/ Banco do Estado de Santa Catarina - BESC (RJ/2007/4933) e Banco do Brasil/Banco do Estado do Piauí - BEP (RJ/2007/13175);
- b. o fato de existir um preço pré-fixado para determinados ativos poderia vir a se traduzir em vício aparente da avaliação realizada, a depender da análise das contratações realizadas entre a Braskem, Petrobras e Ultrapar;
- c. entretanto, consideramos que não se pode afirmar, no momento, quanto à existência de irregularidades;
- d. não obstante o acima exposto, entendemos que a questão deve continuar a ser objeto de análise pela SEP, na forma prevista no §108 deste Memorando;

II.2. Necessidade de aprovação da aquisição do controle das Companhias Ipiranga pelos acionistas de Ultrapar – Artigo 256 da Lei nº6.404/76

73. No que se refere à necessidade de submeter a aquisição do controle acionário de RPI, DPPI e CBPI à aprovação da Assembléia Geral Extraordinária, na forma do artigo 256 da Lei n.º6.404/76, a Ultrapar, em sua manifestação, reconhece a aplicação do dispositivo à operação em questão e esclarece, ainda, a intenção de sua realização tão logo todas as etapas da aquisição tenham sido concluídas.
74. Neste ponto, cabe-nos observar que o artigo 256 não só não impõe prazo à realização da mencionada assembléia, como abre à companhia aberta adquirente a possibilidade de tal deliberação ser realizada tanto antes como depois da aquisição do controle da sociedade mercantil, conforme se extrai de seu §1º.

II.3. Inaplicabilidade dos artigos 251 e 252 da Lei n.º 6.404/76

75. São trazidos aos autos, pelos requerentes, argumentos no sentido da ocorrência de violação aos artigos 251 e 252 da Lei n.º6.404/76, pela não constituição de subsidiária integral em razão da existência de determinadas ações de RPI, DPPI e CBPI em poder de determinados acionistas, que não estariam sendo contempladas na incorporação de ações, quais sejam, as ações alienadas fiduciariamente à Petrobrás e à Braskem como garantia ao negócio jurídico da comissão; as ações de CBPI, detidas por RPI e DPPI; e as ações de DPPI, detidas por RPI.

II.3.1. Contrato de comissão

76. Os Requerentes alegam que haveria vício na proposta de incorporação de ações, em razão da inexistência de previsão de incorporação de ações das Companhias Ipiranga de propriedade de Petrobras e Braskem ao capital social da Ultrapar.

77. Quanto ao assunto, consideramos importante observar que a proposta de incorporação de ações, analisada de forma cautelar neste rito extraordinário, faz parte de uma operação complexa que compreende diversas etapas.
78. Embora o exame dos documentos relativos à operação divulgados pelas Companhias indique que o contrato de comissão serviria ao objetivo de aquisição dos Ativos de Distribuição Norte, Ativos de Distribuição Sul e os Ativos Petroquímicos, entendemos que há a necessidade de realização de diligências adicionais para aferir os efeitos das contratações realizadas entre Braskem, Petrobras e Ultrapar, diligências essas que, a nosso ver, não poderiam ser esgotadas dentro do prazo de 15 dias.
79. Por conseguinte, entendemos que a questão deve continuar a ser objeto de análise pela SEP, na forma comentada no §109 deste Memorando.

II.3.2. Propriedade Fiduciária de Ações por Petrobras e Braskem

80. A alienação fiduciária tem natureza instrumental, ou seja, é um negócio-meio que viabiliza a realização de um negócio-fim, no presente caso, de acordo com as informações divulgadas pelas Companhias, a aquisição dos mencionados ativos por Petrobras e Braskem.
81. As ações de RPI, DPPI e CBPI alienadas fiduciariamente à Petrobras e Braskem como garantia ao cumprimento do contrato de comissão conferiram às comitentes tão somente a propriedade resolúvel desses valores mobiliários.
82. A comissionária Ultrapar permaneceu como possuidora direta dessas ações, com todas as responsabilidades e todos os encargos que lhe incumbem de acordo com a lei civil e penal, podendo exercer os direitos políticos e patrimoniais advindos dessas ações, nos termos do artigo 113, parágrafo único, da Lei n.º 6.404/76.
83. Como a propriedade das ações de RPI, DPPI e CBPI se dá sob condição resolutiva, perdura tão somente enquanto não realizado o objeto do contrato de comissão. Segundo informado no Fato Relevante de 19 de março de 2007, as Companhias pretendem proceder à entrega desses ativos em momento seguinte à incorporação de ações. Antes, porém, há de se processar a substituição das atuais garantias por outras, quais sejam, as ações de ICQ e ações da CBPI.
84. A restrição a que se submete o poder de disposição de Ultrapar em relação a essas ações diria respeito tão-somente à alienação dessas ações a terceiros.
85. Note-se, além disso, que a incorporação é uma operação compulsória para os acionistas, de modo que todas as ações de RPI, DPPI e CBPI passarão a pertencer à Ultrapar após a operação.
86. Desta forma, e considerando, ainda, a anuência da própria Petrobras e Braskem ao tratamento a ser conferido àquelas ações sob sua propriedade resolúvel, nos termos da cláusula 5.3 do Acordo de Investimento celebrado entre essas Companhias, parece-nos que, não obstante o gravame dessas ações, não haveria, a princípio, qualquer previsão legal que obstasse Ultrapar a assumi-las como de sua efetiva propriedade.

II.3.3. Participação Recíproca

87. De acordo com os reclamantes, o aumento de capital de Ultrapar preveria a emissão de ações suficientes tão-somente para a incorporação dos acionistas minoritários de RPI, DPPI e CBPI, ou seja, não estariam contempladas as participações societárias que RPI e DPPI detêm em CBPI, tampouco as ações de DPPI, detidas por RPI.
88. A esse respeito, conforme se pode verificar do item 3.1 do Protocolo e Justificação de DPPI, "a eventual participação recíproca, por conta da titularidade de ações de emissão da ULTRAPAR pela RPI em decorrência da reorganização societária, se houver, será eliminada no prazo legal, na forma do art. 244, parágrafo 5º da Lei das S.A."

II.4. Não adesão de RPI/ON à OPA

89. Os requerentes alegaram que as ações de emissão de DPPI e CBPI, detidas por RPI, deveriam ter sido alienadas nas OPAs por transferência de controle.
90. Em sua manifestação, as Companhias afirmaram que estas ações não têm direito ao *tag along* em razão de serem detidas por quem faz parte do mesmo grupo e está sob controle comum do alienante do controle.
91. A respeito, cabe destacar o entendimento da PFE-CVM, citado em despacho da SRE no âmbito do Processo CVM n.º RJ/2006/4035, que considerou que as ações de propriedade de pessoa vinculada ao grupo de acionistas controladores não deveriam ser abrangidas na OPA por alienação de controle.
92. Em linha com o referido entendimento, as ações de CBPI e DPPI detidas por RPI não poderiam, s.m.j., ter sido contempladas na OPA, haja vista a RPI constituir-se como controlada da Ultrapar.

II.5. Extinção do Acordo de Acionistas entre Petrobras, Braskem e Ultrapar

93. Os Requerentes alegaram que poderia haver um impedimento formal para a proposta de incorporação, pela Ultrapar, de ações de emissão da RPI, DPPI e CBPI, dado que, com a aprovação da proposta, a Braskem e a Petrobras deixariam de ser acionistas da DPPI e da CBPI, o que implicaria na extinção do Acordo de Acionistas celebrado entre a Ultrapar, Petrobras e a Braskem.
94. Sobre esse ponto, as Companhias argumentaram, em essência, que a extinção do Acordo se operará somente para fins do art. 118 da Lei nº 6.404/76, não decorrendo da mesma, entretanto, qualquer ilegalidade ou impedimento para que a incorporação de ações proposta. Além disso, o próprio Acordo preveria que os direitos e obrigações nele previstos subsistiriam até a entrega dos ativos objeto do contrato de comissão.
95. Quanto a essa alegação, concordamos com os argumentos apresentados pelas Companhias de que a extinção do Acordo não se constitui em impedimento ou indica a existência de ilegalidade na proposta de incorporação de ações de emissão da RPI, DPPI e CBPI pela Ultrapar.

II.6. Valor de controle da CBPI no valor da DPPI

96. Segundo os requerentes, o valor do controle da CBPI deveria estar refletido no valor da DPPI, considerando que cada uma das ações de CBPI vale R\$28,39, de acordo com o primeiro laudo, e R\$29,11 no segundo laudo, enquanto que, no Contrato de Compra e Venda, essas mesmas ações valem R\$72,62.
97. A Companhia afirmou que tais ações não eram de controle, pois este é exercido independentemente dessas ações, bem como que o controle acionário dessas Companhias já teria sido adquirido, pela Ultrapar, de seus antigos controladores. Caso tal valor fosse computado, como pretendido pelos requerentes, a Ultrapar pagaria duas vezes pela aquisição do controle, uma vez para os antigos controladores e outra vez para os minoritários da DPPI.
98. Transcrevendo a argumentação da Companhia:
- "O que vale é o controle final, e foi exatamente esse controle que foi alienado para a Ultrapar e é este controle que permite à Ultrapar exercer plenamente seu poder de controle e que justificou o pagamento do prêmio de controle. Em outras palavras: tanto as ações a que se referem os Reclamantes não eram de controle que o controle é exercido sem elas e foi alienado."
99. Desse modo, considerando os argumentos apresentados pela Companhia, entendemos que não estaria configurada ilegalidade que pudesse ser constatada de plano.

II.7. Da necessidade de revisão, pela CVM, da decisão proferida no ProcessoRJ/2007/7230

100. Os Requerentes sustentaram que, visando ocultar o fato de que a Ultrapar não é a única proprietária das ações de emissão de RPI, DPPI e CBPI, a Braskem, Petrobras e Ultrapar estariam afirmando em documentos e comunicações públicas que o contrato firmado entre elas se trataria de uma comissão para a aquisição de ativos e não uma comissão para aquisição do controle acionário das sociedades do Grupo Ipiranga, como seria na verdade.
101. A afirmação, agora utilizada, de que a Ultrapar detém a propriedade das ações de RPI, DDPI e CBPI entraria em conflito, contudo, com os argumentos que foram empregados pela Braskem para sustentar, perante a CVM, a não incidência de OPA na alienação do controle indireto da COPESUL, já que naquela ocasião, a Braskem afirmou que haveria no caso apenas um reforço de controle, já que, após a conclusão do Contrato de Compra e Venda e o cumprimento do Contrato de Comissão, as ações de emissão da CBPI passariam a ser detidas pela mesma e pela Petrobras, na proporção de 60% e 40%.
102. Os reclamantes alegam que a tese atualmente sustentada quanto à propriedade das ações de RPI, DDPI e CBPI pela Ultrapar obrigaria a CVM a rever seu posicionamento anterior sobre a inexistência de transferência do controle indireto da COPESUL.
103. As Companhias argumentaram, em resposta, que a Braskem e a Petrobras não detêm, por força do contrato de comissão, ações de RPI, DPPI e CBPI. O objeto da comissão são os Ativos Petroquímicos e os Ativos de Distribuição Norte, cuja transferência para a Petrobras e Braskem, ademais, não se opera através de ações daquelas Companhias, mas sim de ações de emissão de ICQ e da sociedade a ser criada da CBPI.
104. Quanto à questão, cumpre lembrar, mais uma vez, que o procedimento previsto no inciso II do §5º do art. 124 da Lei nº 6.404/76 deve se circunscrever ao exame da legalidade das propostas submetidas à Assembléia, em função de sua excepcionalidade e do exíguo prazo de análise disponível. No caso específico, deve-se observar que a questão suscitada pelos reclamantes, envolvendo a COPESUL, não tem relação direta com as propostas submetidas às AGEs de RPI, DPPI e CBPI marcadas para 18.12.2007.

II.8. Da alegação sobre a existência de violação ao art. 245 da Lei nº 6.404/76

105. Os Requerentes também apontaram que a proposta de incorporação de ações feriria o art. 245 da Lei nº 6.404/76 em decorrência da inexistência de estrita comutatividade e pagamento compensatório adequado na operação, conforme poderia ser constatado a partir dos seguintes elementos:
 - a) a comparação dos valores dos Ativos Petroquímicos e dos Ativos de Distribuição Norte estabelecido no Acordo de Investimento com os valores constantes do laudo de avaliação produzido pelo Deutsche Bank e o laudo produzido pelo Credit Suisse;
 - b) a não inclusão do valor de controle de CBPI na avaliação de DPPI; e
 - c) a avaliação das ações ordinárias de DPPI e CBPI de titularidade de RPI por valor inferior ao valor da OPA por transferência de controle.
106. Em sua manifestação, as Companhias alegaram que o art. 245 da Lei nº 6.404/76 é uma norma geral de contratação entre controladora e controlada. As reorganizações societárias entre sociedades integrantes de grupo de fato regem-se por disposição específica da Lei (art. 264), que estabelece a exigência de laudo adicional para aferir a equitatividade das relações de troca propostas. No caso específico, as Companhias apresentaram três laudos e todos atestam a equitatividade da relação de troca.
107. Sobre o assunto, cabe reafirmar que o entendimento assentado na CVM é de que a análise de legalidade de proposta submetida à Assembléia, prevista no art. 124, §5º, II, da Lei nº 6.404/76, consiste em um rito célere, devendo a CVM somente se manifestar sobre a existência de ilegalidade, quando a mesma seja constatável de plano, não exigindo qualquer dilação probatória ou exame mais aprofundado para sua apuração.
108. No caso concreto, deve-se observar, conforme comentado nos itens II.1.3, II.3.1, II.4 e II.6 acima, que não foi constatada a existência de irregularidades constatáveis de plano nos procedimentos exigidos pela Lei nº 6.404/76 para a operação de incorporação de ações proposta.
109. Em que pese esse fato, cumpre ressaltar que o entendimento aqui emitido, quanto à não existência de ilicitudes constatáveis de plano na proposta de incorporação de (que é parte de uma operação complexa e estruturada em diversas etapas), não afasta a possibilidade de vir a ser instaurado processo administrativo sancionador, caso venha a ser verificada a existência de infração à legislação societária ou desconformidade com a regulamentação pertinente, no acompanhamento da operação previsto no §2º do art. 3º da Instrução CVM nº 372/02.

II.9. Informações Adicionais

110. Em 12 e 14 de dezembro de 2007, os Requerentes do quarto pedido encaminharam petições adicionais. Esclarecemos que as mesmas não foram consideradas na presente análise, tendo em vista não agregarem, em princípio, fato novo às considerações já apresentadas, bem como em decorrência do prazo estabelecido no artigo 2º, §2º, c/c 3º, §3º, da Instrução CVM nº372/02 (fls.1317/1326).

CONCLUSÃO

Diante do exposto, entendemos não existirem ilegalidades verificáveis no prazo de 15 dias que justifiquem a interrupção do curso do prazo de antecedência da Assembléia Geral Extraordinária de RPI, DPPI e CBPI, convocadas para o dia 18 de dezembro de 2007, nos termos do artigo 124, §5º, inciso II, da Lei nº 6.404/76, pelo que encaminhamos o presente memorando ao SGE, para que seja submetido à apreciação do Colegiado, de acordo com o artigo 2º, §3º, c/c artigo 3º, §3º, da Instrução CVM nº 372/02, salientando que a operação como um todo será objeto de análise pela SEP tal como já mencionado no §109.

Atenciosamente,

DIANA AFONSO MARTINS

Assistente

OSCAR AUGUSTO IEITE DE BARROS JUNIOR

Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

em exercício

De acordo, em 14 / 12 / 07

ELIZABETH LOPEZ RIOS MACHADO

Superintendente de Relações com Empresas

(1) Analisada no âmbito do Processo CVM nºRJ/2007/4022 e 11573 (Recurso contra decisão do Superintendente).

(2) Conforme publicado em Fato Relevante de 17 de setembro de 2007, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE, no processo de registro de oferta pública obrigatória por alienação de controle de companhia aberta aos acionistas titulares de ações ordinárias da CPBI, decidiu que a Ultrapar, na qualidade de ofertante, deveria realizar a oferta pelo preço de R\$ 64,63 por ação ordinária e não por R\$ 58,10 como inicialmente ofertado (fls.1393). De acordo com o Fato Relevante publicado em 01 de outubro de 2007, a Ultrapar entendeu não ser conveniente interpor recurso ao Colegiado da CVM, de modo a não atrasar o pagamento dos acionistas minoritários da CPBI, pelo que decidiu adotar o referido preço (fls.1394).

(3) Analisada no âmbito do Processo CVM nºRJ/2007/3623. Registro cancelado em 17 de outubro de 2007.

(4) Foi celebrado Acordo de Acionista para regular a segregação dos ativos na forma indicada nesse item, e, ainda, conferindo à Ultrapar os Ativos de Distribuição Sul (negócios de distribuição de combustíveis e lubrificantes localizados nas regiões Sul e Sudeste) e os ativos relacionados às operações de refino de petróleo detidos pela RPI serão compartilhados igualmente entre Petrobras, Ultrapar e Braskem.

(5) Art.693. O contrato de comissão tem por objeto a aquisição ou a venda de bens pelo comissário, em seu próprio nome, à conta do comitente.

Art.694. O comissário fica diretamente obrigado para com as pessoas com quem contratar, sem que estas tenham ação contra o comitente, nem este contra elas, salvo se o comissário ceder seus direitos a qualquer das partes.

Art.695. O comissário é obrigado a agir de conformidade com as ordens e instruções do comitente, devendo, na falta destas, não podendo pedi-las a tempo, proceder segundo os usos em casos semelhantes.

(6) 5.3 **Incorporações de Ações.** Imediatamente após a aquisição das Ações e das Ações dos Minoritários, se for o caso, as Partes concordam expressamente que a Ultrapar fará com que, nos termos do artigo 252 e 264 da Lei das Sociedades por Ações, sejam deliberadas incorporações das ações de emissão de RPI, DPPI e CBPI pela Ultrapar, de tal forma que, uma vez concluídas as Incorporações, RPI, DPPI e CBPI passem a ser subsidiárias integrais da Ultrapar ("Incorporações de Ações"). **As relações de troca que serão utilizadas para definir o número de ações de emissão da Ultrapar que serão atribuídas aos antigos acionistas de RPI, DPPI e CBPI que migrarão para a Ultrapar serão as seguintes:**

- 1 (uma) ação da RPI será trocada por 0,79850 ação preferencial da Ultrapar

- 1 (uma) ação da DPPI será trocada por 0,64048 ação preferencial da Ultrapar

- 1 (uma) ação da CBPI será trocada por 0,41846 ação preferencial da Ultrapar.

(7) Laudo do Deutsche Bank.

(8) Laudo do Credit Suisse.

(10) Essas reduções referem-se exclusivamente aos Ativos de Distribuição Sul. De acordo com o item 14 do Laudo CS (reproduzido no parágrafo 22 acima), também deveriam ser levadas em conta nas projeções das Companhias as reduções de despesas operacionais relativas aos Ativos Petroquímicos e os Ativos de Distribuição Norte. Assim, para os fins da nossa análise, de maneira conservadora, não consideramos quaisquer economias relativas a reduções de despesas operacionais nos Ativos Petroquímicos e nos Ativos de Distribuição Norte.

(11) Não há, na correspondência, qualificação das participações acionárias detidas pelos referidos fundos de investimento.

(12) No mencionado processo, discutiu-se o tratamento diferenciado conferido aos acionistas minoritários de TCOC no que diz respeito à cessão da quota parte da empresa, em função do valor proposto ao pagamento ser inferior ao preço pago pelas ações de controle e haja vista a forma de pagamento diversa, qual seja, em ações. Levantou-se a questão de elaboração da avaliação "do fim para o começo", com a fixação, pelo adquirente, do preço global pelo qual pretendia tornar-se titular de 100% da empresa alvo, deduzindo o valor pactuado com o cedente do bloco de controle e aquele valor a ser pago aos aceitantes da oferta pública de compra das ações ordinárias detidas pelos acionistas minoritários, pretextando que a diferença de preço decorreria da mais-valia inerente ao bloco de controle.

Ainda no âmbito desse processo, discutiu-se o fato de que, quando a sociedade a ser transformada em subsidiária integral encontra-se sob o controle da companhia que deve figurar como incorporadora de todas as suas ações, há uma só vontade a determinar a relação de substituição das ações (de emissão daquela sociedade a ser transformada em subsidiária integral da outra) de propriedade dos acionistas minoritários, qual seja, a do acionista controlador da sociedade incorporadora.

No voto vencedor, é mencionado parecer do Prof. **Fábio Konder Comparato** no seguinte sentido: "Na aquisição de controle com vistas à imediata incorporação da companhia controlada pela controladora, o que ocorre, no conjunto das operações, é uma cessão da empresa. Tudo se passa como se a sociedade incorporadora houvesse adquirido a totalidade do acervo empresarial da incorporada, pagando a esta o preço dessa aquisição. Apenas o resultado é obtido mediante duas operações distintas (aquisição das ações de controle e subsequente incorporação), ou seja, o que a prática norte-americana denomina *two steps acquisition* ou *two steps take-over*. Assim sendo, é antijurídico que esse preço total de aquisição da empresa (e não o preço de aquisição do controle, simplesmente) seja distribuído aos acionistas da incorporada, desproporcionalmente à sua participação no acervo empresarial".

(13) O patrimônio líquido a preços de mercado conforme avaliação da APSIS, empresa contratada pela Ultrapar, é significativamente inferior ao valor que resultaria caso os Ativos Segregados fossem considerados por seu preço de venda. Assim: (a) no caso da RPI, ao invés de R\$ 1,114 bilhão (R\$ 37,62 por ação), o valor correto seria R\$ 1.954 bilhão (R\$ 66,03 por ação); (b) no caso da DPPI, ao invés de R\$ 1,074 bilhão (R\$ 33,55 por ação), o valor correto seria R\$ 1,277 bilhão (R\$ 39,90 por ação); e (c) no caso da CBPI, ao invés de R\$ 2,258 bilhões (R\$ 21,31 por ação), o valor correto seria R\$ 3,224 bilhões (R\$ 30,43 por ação).

Frise-se que, considerados os valores corretos dos patrimônios líquidos a preços de mercado da RPI, o valor unitário de suas ações (R\$ 66,03) é superior ao preço pelo qual tal ação vem sendo negociadas no mercado.

(15) Não há, na correspondência, qualificação da participação acionária detidas pelo referido fundo de investimento.

(16) Consulta da SEP com relação à aplicabilidade do artigo 256 na operação de aquisição de controle compartilhado do Banco BBA Credistalt S/A - atual Banco Itaú BBA S/A - pelo Banco Itaú Holding Financeira S/A. Em reunião de 22 de julho de 2007, o Colegiado

(17) Art.1.361. Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor.

§ 1o Constitui-se a propriedade fiduciária com o registro do contrato, celebrado por instrumento público ou particular, que lhe serve de título, no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor, ou, em se tratando de veículos, na repartição competente para o licenciamento, fazendo-se a anotação no certificado de registro.

§ 2o Com a constituição da propriedade fiduciária, dá-se o desdobramento da posse, tornando-se o devedor possuidor direto da coisa.

§ 3o A propriedade superveniente, adquirida pelo devedor, torna eficaz, desde o arquivamento, a transferência da propriedade fiduciária.

(18) Art. 253. Na proporção das ações que possuírem no capital da companhia, os acionistas terão direito de preferência para:

I - adquirir ações do capital da subsidiária integral, se a companhia decidir aliená-las no todo ou em parte;

II - subscrever aumento de capital da subsidiária integral, se a companhia decidir admitir outros acionistas.

Parágrafo único. As ações ou o aumento de capital de subsidiária integral serão oferecidos aos acionistas da companhia em assembléia geral convocada para esse fim, aplicando-se à hipótese, no que couber, o disposto no Art. 171.

(19) Comentários ao Novo Código Civil, volume XVI, Rio de Janeiro, Forense, 2003, p. 521

(20) Ou seja, pela cisão separam-se a parcela de ações CBPI adquiridas pela Ultrapar em nome próprio das adquiridas pela Ultrapar em nome de Petrobras.

(21) Redução de Capital da RPI. As partes concordam que, na ausência de qualquer Impedimento, a RPI deverá ter o seu capital reduzido, de forma a entregar à **Braskem** a participação da RPI na ICQ, na forma prevista no Acordo de Investimento. (...) (grifos e negritos nossos).

O teor do Anexo foi obtido no Ato de Concentração apresentado ao CADE pelas Adquirentes do Controle (nesse processo, também foi conferida confidencialidade ao Contrato de Compra e Venda): "Por este instrumento particular, o abaixo assinado, na qualidade de titular (i) de ações de emissão da [DPPI] e/ou de ações de emissão da [RPI], manifesta, expressamente, em caráter irrevogável e irretroatável, sua adesão ao Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças celebrado em 18 de março de 2007 ("Contrato"), cujo teor declara ter lido, entendido e aceito, alienando, dessa forma, todas as ações ordinárias e preferenciais de sua titularidade aos compradores designados no Contrato, ratificando todos os termos e condições ali previstos (...) (retiramos os grifos e negritos do original e incluímos novos)".

(23) Verbis: "(v) Data de Entrega dos Recursos. A Braskem e a Petrobras deverão entregar à Ultrapar cada parcela dos respectivos Recursos para o pagamento dos Ativos Braskem/Petrobras e dos Ativos Petrobras até às 11 horas de cada uma das seguintes datas: (a) **a primeira parcela na data de aquisição pela Ultrapar das Ações detidas pelos Acionistas**, (b) **a segunda parcela na data da liquidação financeira pela Ultrapar (ou pela instituição financeira contratada) das Ofertas Públicas obrigatórias decorrentes da alienação de controle de RPI, DPPI e CBPI**, e (c) a terceira parcela na data da efetiva transferência dos Ativos Braskem/Petrobras e dos Ativos Petrobras pela Ultrapar a Braskem e/ou à Petrobras, conforme o caso ("Data de Entrega dos Recursos") (grifos do original, negritos nossos).

(24) Verbis: "(iv) Forma de Pagamento. (a) Em cada uma das Datas de Entrega dos Recursos, conforme definido na Cláusula 4.2(v) abaixo, a Braskem e a Petrobras deverão realizar as respectivas entregas dos Recursos à Ultrapar, à vista e em moeda corrente nacional. Na primeira Data de Entrega dos Recursos, a Braskem e a Petrobras deverão entregar à Ultrapar cheques administrativos, que deverão ser imediatamente endossados pela Ultrapar e, juntamente com recursos próprios, a serem igualmente entregues na forma de cheques administrativos, utilizados para pagamento das obrigações assumidas pela Ultrapar perante os Acionistas, nos termos deste Acordo e do Contrato de Compra e Venda. A Ultrapar obriga-se a não utilizar tais cheques administrativos recebidos da Braskem e da Petrobras para fins diferentes daqueles estabelecidos nesta Cláusula 4.2. Nas segunda e terceira Datas de Entrega dos Recursos, a Braskem e a Petrobras, **no que diz respeito às suas respectivas parcelas**, conforme Cláusula 4.2(i), deverão realizar Transferências Eletrônicas Disponíveis ("TEDs") (x) à instituição financeira intermediária contratada para a realização da liquidação das OPAs, e (y) para a Ultrapar com relação à terceira parcela" (grifos do original, negritos nossos).

(25) (xi) Ausência de Cláusula "Del Credere". As partes concordam e reconhecem que da Comissão ora constituída não consta a cláusula "del credere", ou seja, **a Ultrapar, na qualidade de comissária, não responde solidariamente com as pessoas com quem houver contratado por conta de Braskem e Petrobras**" (grifos do original, negritos nossos)".

(26) Processo RJ/2007/7230. Recurso apresentado por fundos de investimento em ações, acionistas de Companhia Petroquímica do Sul - COPESUL, contra entendimento da SRE que considerara não ser obrigatória a realização de OPA por alienação de controle da Copesul. Em reunião de 11 de julho de 2007, o Colegiado negou provimento ao recurso, por entender que, no caso concreto, a alienação de participação entre integrantes do bloco de controle da Copesul (Ipiranga e Braskem) não constitui alienação de controle, para os efeitos do art. 254-A da Lei das S.A..

(27) O Laudo Ratificador não especifica o valor dos Ativos de Distribuição Norte, para a realização deste cálculo, utilizamos a mesma proporção de valor que o Laudo de Avaliação atribui aos Ativos de Distribuição Norte, quando comparado ao total de ativos de distribuição.

(28) O controle direto e isolado de DPPI era dos antigos controladores e o de CBPI era de DPPI. RPI tinha, portanto, participação minoritárias em DPPI e CBPI. De DPPI, possuía 15,25% das ações ordinárias e de CBPI 24,81%. O entendimento diverso – RPI era co-controladora de DPPI e CBPI – apenas aumenta a magnitude quantitativa da ilegalidade, já que o valor de controle é superior ao valor das ações ordinárias não controladoras.

(29) Esses dois valores foram calculados com base no valor final da OPA, uma vez que o preço original foi corrigido por TR +2% a.a., de acordo com o edital de oferta pública.

(30) Pergunta do Analista Gustavo Gattass: "*Vocês indicaram agora que o que foi mapeado de [redução de custo em despesas] geral e administrativo adicionaria algo como 30% na margem. (...) Eu queria entender desses 30% quanto efetivamente vocês acham que já foi realizado agora no 2º trimestre e quanto que realmente pode ser realizado agora no 3º trimestre?*"

Resposta do DRI André Covre: "*(...) O volume total de reduções é algo como R\$100 a 110 milhões, e as ações que nós tomamos neste 2º trimestre eliminaram o equivalente anual a algo como R\$45 milhões*".

(31) Essa manifestação é posterior à reunião do conselho de administração que aprovou a proposta de incorporação das ações de RPI, uma vez que o Laudo Ratificador só foi franqueado ao conselheiro fiscal na reunião. Não há, entretanto, notícia que o conselho de administração de RPI tenha se reunido para discutir e apreciar os pontos por ele levantado até a presente data.

(32) Diz o art. 7º, §2º: "A instituição intermediária deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, respondendo pela omissão nesse seu dever, devendo ainda verificar a suficiência e qualidade das informações fornecidas ao mercado durante todo o procedimento da OPA, necessárias à tomada de decisão por parte de investidores, inclusive as informações eventuais e periódicas devidas pela companhia, e as constantes do instrumento de OPA, do laudo de avaliação e do edital" (grifos nossos).

(33) A presente tabela consta do Item 9, "c", das Demonstrações Financeiras referentes aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2006 e 2005 e Parecer dos Auditores Independentes (Deloitte Touch Tohmatsu Auditores Independentes).

(34) Divulgação de Resultados do 3º trimestre/2007, p. 10.

(35) Este dado foi inclusive corroborado por representantes do Deutsche Bank em reunião realizada na PREVI.

(36) Crescimento nominal de 5%, considerando que 2% referem-se à inflação americana.

(37) Equivale a um crescimento de 2% referente à inflação em dólar.

(38) Cotação fechamento Ultrapar (04/12/07).