

Para: SRE

MEMO/SRE/GER-1/Nº 291/2007

De: GER-1

Data: 14/9/2007

Assunto: Manifestação de Entendimento da SRE — OPA por alienação indireta de controle da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga — Processo CVM Nº RJ-2007-4022

Senhor Superintendente,

Trata-se de pedido da Ultrapar Participações S.A. (Ofertante ou Ultrapar) e da Bradesco S.A. CTVM (Intermediadora) de registro de oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (CBPI), por alienação indireta do seu controle acionário.

Cabe ressaltar que a Ofertante solicitou ainda o registro de outras duas ofertas públicas de aquisição de ações ordinárias: Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. (DPPI) e Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. (RPI), ambas por alienação direta do controle.

De acordo com o formulário IAN de 31/12/2006, a CBPI é controlada diretamente pela DPPI, que possui 22.264.146 ações ordinárias de sua emissão, representativas de 62,88% do capital votante. A Ultrapar detém 69,21% das ações ordinárias de emissão de DPPI.

Salienta-se também que a RPI detém 24,81% do capital votante de CBPI e a Ultrapar possui 66,2% do capital votante daquela Refinaria.

Além disso, a Ultrapar detém diretamente 1.344.491 ações ordinárias de emissão da CBPI, correspondentes a 3,8% do capital votante, fruto da aquisição das ações não-vinculadas ao controle da CBPI, porém detidas pelas famílias ex-controladoras das empresas do Grupo Ipiranga, pelo preço de R\$ 58,10 por ação.

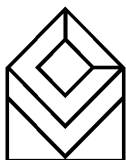
Ressaltamos que, de acordo com o disposto no art. 9º da Instrução CVM nº 361/02, só restaria a esta área técnica concluir a análise até 14/9/2007, deferindo ou não o registro da oferta.

Após a análise da documentação constante do referido Processo, bem como das reclamações formuladas por investidores, cremos necessária a autorização pelo Colegiado para o envio de Ofício aos interessados, formulando exigências finais, decorrentes da manifestação deste memorando, haja vista a complexidade das questões a seguir abordadas, previamente à decisão de deferimento ou não da oferta.

A presente manifestação será dividida em duas etapas. A primeira abordará o laudo de avaliação da CBPI e a segunda, a demonstração justificada do preço devido por força da alienação indireta do controle de CBPI.

#### LAUDO DE AVALIAÇÃO

Inicialmente, cabe afirmar que *“o laudo de avaliação é importante mesmo em OPA por alienação de controle — na qual o preço mínimo é definido pela lei, não havendo que se apurar o preço justo de que trata o § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 —, uma vez que permite aos acionistas destinatários da OPA uma melhor informação sobre a companhia, favorecendo uma*



## **CVM** Comissão de Valores Mobiliários



*decisão fundamentada quanto à sua aceitação*”, conforme disposto no voto do Diretor-Relator na reunião de Colegiado de 4/1/2005, quando da análise do pedido de dispensa de elaboração de laudo de avaliação na OPA por alienação de controle de Companhia de Tecidos Santanense.

Assim, também no pedido de dispensa da Plaspar Participações Industriais S.A., em 13/11/2006, manifestamo-nos no sentido de que *“com a ausência do laudo, fica o acionista minoritário privado da informação indicativa do valor da companhia e, portanto, prejudicado em seu processo de decisão refletida e consciente de adesão à OPA, função primordial do laudo nos termos previstos pela Instrução 361”*.

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

Cumpre informar que várias exigências foram feitas no laudo de avaliação elaborado pelo Deutsche Bank, no âmbito das 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”*.

Logo, a avaliação tem sempre um grau de discricionariedade do avaliador, devendo a CVM zelar pela transparência das informações, critérios e procedimentos utilizados, bem como as fontes e documentos em que se baseou.

A despeito do atendimento das referidas exigências, os reclamantes (maioria de fundos de investimento representados pelo Vieira Rezende, Barbosa e Guerreiro Advogados) mantêm sua posição de que alguns pontos permanecem “merecedores de revisão”: (i) a avaliação da AM/PM; (ii) Capex diferente de depreciação; (iii) taxa de crescimento; (iv) resultado de CBPI em 2007; e (v) betas das companhias.

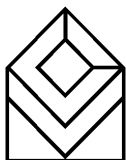
Em todas as questões controvertidas, as justificativas foram aprimoradas pelo avaliador, sem prejuízo da manutenção da avaliação divergente dos reclamantes.

No entanto, há um ponto no laudo de avaliação em que ainda cabem melhorias, qual seja, o cálculo para o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) referente à CBPI, com valores distintos, atribuídos aos itens “Investimento” e “Depreciação”.

A observação acima referida foi alvo de exigências nos Ofícios 1019 e 1428/2007, encaminhados por esta área técnica à Ofertante, a fim de que o avaliador esclarecesse os motivos para tal diferença nos valores apresentados.

No atendimento aos ofícios supramencionados, o avaliador esclareceu, em documento apartado do Laudo, o quanto segue:

*“Em específico, a CBPI, que opera em uma região cujo crescimento deriva principalmente do ingresso de novos consumidores na base de serviços, é obrigada a expandir sua base de ativos através de investimentos na ampliação da capacidade e melhorias nos postos existentes e na abertura de novos postos para poder capturar esse crescimento. Ressalta-se que a avaliação prevê um crescimento de 3% ao ano perpetuamente, o que, no caso da CBPI, representa, dadas as premissas adotadas, cerca de 600.000 m<sup>3</sup>/ano (equivalente a um faturamento incremental de R\$ 1,6 bilhão). Além disso, como o investimento se dá em moeda corrente do momento do investimento e a depreciação ocorre ao longo do tempo como origem os valores históricos (portanto não em moeda corrente) há diferença entre os montantes do investimento e da depreciação. Em adição, parte do investimento feito pela CBPI corresponde a*



financiamentos aos revendedores, nos termos já explicitados em resposta anteriores a essa D. Comissão, sendo que tais financiamentos não sofrem depreciação”.

Em 6/9/2007, o avaliador enviou fax com material que serviu de apoio para uma conferência telefônica realizada na mesma data. O referido material apresenta, dentre outros, o seguinte argumento para justificar a diferença entre os valores atribuídos aos itens “Investimento” e “Depreciação”, no cálculo do FCD para a CBPI: “*Capex > depreciação na perpetuidade não implica que essa diferença permanecerá ad infinitum. O que está implícito é que a empresa atingirá sua maturidade em algum ponto no futuro, além do momento de cálculo da perpetuidade, quando os valores de capex e depreciação tenderão a ser mais próximos*”.

Além disso, parte do item “Investimentos” corresponde a financiamentos aos revendedores, que não apresenta contrapartida em Depreciação.

Por fim, apresentou precedentes de laudos analisados por esta CVM e respaldo teórico para seus cálculos (exemplos extraídos do livro *The dark side of valuation* de Aswath Damodaran).

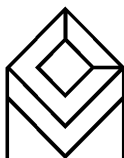
Além disso, o Laudo apresenta o cálculo do FCD da CBPI como o único que conta com diferentes valores para os itens “Depreciação” e “Investimento”. O cálculo do FCD da DPPI apresenta as mesmas premissas das consideradas para o cálculo do FCD de CBPI, quais sejam:

- (i) “Fluxo de caixa na perpetuidade reflete um aumento do volume de vendas de 3% em relação a 2016. Adotou-se um crescimento real de 3% no longo prazo correspondente às expectativas de longo prazo para o crescimento do PIB. Tais premissas foram avaliadas em sessões de *due diligence* confirmatório com a administração das empresas e são consistentes com as expectativas de crescimento no longo prazo em cada setor (p. 46); e
- (ii) A participação de mercado da DPPI é aproximadamente constante porque a DPPI é uma empresa líder no mercado em que atua e sua participação de mercado na sua área relevante – Rio Grande do Sul e Santa Catarina – já é elevada, estando por volta de 35% (trinta e cinco por cento). Nacionalmente, a DPPI reduziu sua participação de mercado de 2.9% em 2001 para 2.6% em 2005 segundo a Agência Nacional do Petróleo - ANP. Seguimos as recomendações do consultor de mercado, as quais foram confirmadas pela DPPI em *due diligence* confirmatório, de que, em função de sua liderança na região em que atua, e em linha com seu histórico recente, a DPPI tenderia a manter sua posição de mercado, podendo até mesmo perder um pouco de participação de mercado no longo prazo em função de um possível crescimento da competição no seu mercado relevante” (p. 47).

Dessa forma, observa-se que o avaliador considera que a DPPI já alcançou sua maturidade, e que os investimentos que venha a fazer serão apenas para a manutenção de seu *market share*, e que, por isso, não faria investimentos que justifiquem diferença de valores entre “Depreciação” e “Investimento” em seu cálculo de FCD.

Analisando-se o *site* <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, especificamente, as apresentações baseadas no quarto capítulo de livro “Damodaran on Valuation” (Wiley, 2nd edition), “Forecasting Cash Flows”, nota-se que não há uma regra que obrigue os valores de depreciação e investimentos a se anularem na perpetuidade. Em geral, essa diferença será função do nível de crescimento ou de expectativa da companhia avaliada. Assim, os cálculos do Capex líquido não devem ser dissociados da análise de crescimento no futuro.

Ressalta-se que não tem a CVM o poder de alterar a opinião exarada pelo avaliador, desde que devidamente fundamentada.



## CVM Comissão de Valores Mobiliários



Em face do todo acima exposto, entendemos que, no presente caso, deveríamos solicitar que o avaliador contemple em seu laudo os esclarecimentos enviados por fax no dia 6/9/2007, inserindo ainda as planilhas de cálculo de Investimentos e Depreciação, as fontes acadêmicas que balizam seu entendimento e o cálculo da taxa de reinvestimento da companhia.

### DEMONSTRAÇÃO JUSTIFICADA DO PREÇO DA OPA

Salienta-se que o Anexo 1.2(C) do Contrato de Compra de Venda de Ações já dispunha sobre a metodologia do cálculo do preço das ações de controle da CBPI, conforme demonstrado a seguir:

Valor pago por ON controle DPPI	(A)	140,09
Qde ON controle DPPI	(B)	5.449.464
Valor pago por ON não-controle DPPI	(C)	112,07
Qde ON não-controle DPPI	(D)	5.256.904
Total de ações da DPPI (ON e PN)	(E)	32.000.000
Participação da CBPI no preço total pago aos controladores de DPPI	(F)	40%
Valor total pago pelas ON da DPPI referente a 21% da CBPI detidos pela DPPI	$(G) = ((A*B) + (C*D))*F$	541.022.657,22
Valor da participação da DPPI na CBPI	$(H) = G/((B+D)/E)$	1.617.049.314,10
Qde ações detidas pela DPPI no capital da CBPI	(I)	22.264.146
Total de ações da CBPI	(J)	105.952.000
Preço por ação de controle da CBPI detida pela DPPI	$(K) = (H/(I/J))/J$	R\$ 72,63

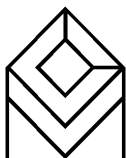
No âmbito do processo de análise da OPA, a Ofertante respalda-se na descrição do contrato supracitado para apresentar a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força da alienação indireta de controle de CBPI, nos termos do art. 29, § 6º, da Instrução CVM nº 361/02, conforme explicitado a seguir:

Valor pago por ON controle DPPI	(A)	140,09
Qde ON controle DPPI	(B)	5.449.464
Valor pago por ON não-controle DPPI	(C)	112,07
Qde ON não-controle DPPI	(D)	5.256.904
Valor total pago aos ordináristas da DPPI	$(A') = (A*B)+(C*D)$	1.352.556.643,04
Participação da CBPI no preço total pago aos controladores de DPPI	(B')	40%
Percentual do capital ordinário no capital social da DPPI	(C')	33,4574%
Qde ações detidas pela DPPI no capital da CBPI	(D')	22.264.146
Tag along CBPI	$(E') = (A'*B')/C'/D'*0,8$	R\$ 58,10

Nesse ponto, recebemos várias reclamações de investidores, das quais podemos destacar aquelas formuladas pelo Vieira Rezende, Barbosa e Guerreiro Advogados e pelo Bulhões Pedreira, Bulhões Carvalho Piva, Rosman e Souza Leão Advogados.

A primeira se ateu à ausência de justificativa para se atribuir o percentual de 40% sobre a participação da CBPI no preço pago aos controladores da DPPI.

Já a segunda apresentava a argumentação de que a redução do percentual de 80% do preço pago por ação do controle estaria ocorrendo em dois momentos, ou seja, os minoritários seriam onerados com um “duplo tag along”, ao se considerar as ações não-vinculadas a controle em



## CVM Comissão de Valores Mobiliários



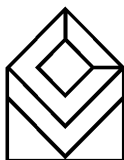
DPPI sob o preço de R\$ 112,07 e ao final, inserindo-se novamente o fator de 0,8 na fórmula do cálculo do preço da oferta da CBPI. Assim, apresentou a seguinte demonstração de preço:

Valor pago por ON controle DPPI	(A)	140,09
Qde ON controle DPPI	(B)	5.449.464
Valor pago por ON não-controle DPPI	(C)	112,07
Qde ON não-controle DPPI	(D)	5.256.904
Qde ações ON DPPI	(A")	10.706.368
Valor total pago aos ordinaristas da DPPI	(B") = A" * A	1.499.855.093,12
Participação da CBPI no preço total pago aos controladores de DPPI	(C")	40%
Percentual do capital ordinário no capital social da DPPI	(E")	33,4574%
Valor total pago pelas ON da DPPI referente a 21% da CBPI detidos pela DPPI	(D")	599.942.037,25
Valor da participação da DPPI na CBPI	(F") = (D"*100%)/E"	1.793.152.000,00
Qde ações detidas pela DPPI no capital da CBPI	(G")	22.264.146
Preço por ação de controle da CBPI detida pela DPPI	(H") = F"/G"	80,54
Tag along CBPI	(I") = H" * 0,8	R\$ 64,43

No que concerne ao primeiro ponto polêmico da demonstração do preço a ser ofertado para as ações ordinárias de emissão de CBPI, qual seja, a justificativa da participação de 40% da CBPI no valor pago aos controladores de DPPI, em 15/8/2007, a Ofertante apresenta, em resposta às exigências formuladas por esta área técnica, os argumentos a seguir resumidos:

- (i) o preço das ações das três companhias envolvidas (RPI, DPPI e CBPI) foram definidos por meio de negociação entre partes independentes, com base em suas avaliações e convicções próprias, inexistindo demais documentos comprobatórios dos critérios e cálculos estabelecidos no Anexo 1.2(C) do contrato;
- (ii) a negociação de compra do Grupo Ipiranga apresenta nuances que a torna complexa, principalmente pelo número de partes envolvidas: de um lado, 3 compradores independentes e, de outro, 67 acionistas, com participações assimétricas nas 3 companhias;
- (iii) o valor constante e discriminado no contrato foi o valor efetivamente pago pelos compradores e o valor efetivamente recebido pelos controladores, único negócio ensejador da OPA por força do art. 254-A da Lei nº 6404/76;
- (iv) de acordo com o laudo do Deutsche Bank, tal percentual, atribuído de comum acordo entre as partes negociantes, seria equivalente a 45,6%; e
- (v) o valor patrimonial, em DPPI, da participação societária que DPPI detém em CBPI equivale a aproximadamente 40,6% do valor patrimonial total de DPPI;
- (vi) os 67 acionistas vendedores pessoas físicas, distribuídos em 5 grupos/famílias, detinham participações em todas as companhias do grupo, em proporção assimétrica, tanto em ações ordinárias vinculadas a controle, quanto ações ordinárias não-vinculadas a controle, como em ações preferenciais.

Para ilustrar, o quadro abaixo sintetiza os valores recebidos pelas famílias pela alienação de suas participações nas três companhias envolvidas, conforme dispõe o Contrato:



Total Pago a Cada Grupo:	Referente DPPI	Referente RPI	Referente CBPI	TOTAL
Grupo Gouvêa Vieira	R\$ 168.533.485,63	R\$ 192.036.073,19	R\$ 32.214.223,60	R\$ 392.783.782,42
Grupo Tellechea	R\$ 205.595.785,95	R\$ 188.997.031,30	R\$ 12.302.754,90	R\$ 406.895.572,15
Grupo Mello	R\$ 338.412.741,67	R\$ 218.709.903,52	R\$ 21.992.012,00	R\$ 579.114.657,19
Grupo Bastos	R\$ 76.287.917,50	R\$ 106.607.787,96	R\$ 116,20	R\$ 182.895.821,66
Grupo Ormazabal	R\$ 219.494.678,67	R\$ 205.199.083,04	R\$ 13.781.771,30	R\$ 438.475.533,01

Percentual Total Pago a Cada Grupo:	Referente DPPI	Referente RPI	Referente CBPI	TOTAL
Grupo Gouvêa Vieira	16,71%	21,07%	40,12%	19,64%
Grupo Tellechea	20,39%	20,73%	15,32%	20,34%
Grupo Mello	33,56%	23,99%	27,39%	28,95%
Grupo Bastos	7,57%	11,70%	0,00%	9,14%
Grupo Ormazabal	21,77%	22,51%	17,16%	21,92%

O preço recebido pelos controladores pelas ações ordinárias de emissão de CBPI, detidas diretamente pelos membros das famílias, foi R\$ 58,10, totalizando o montante de aproximadamente R\$ 75 milhões.

Para concluir esse primeiro ponto, cabe trazer à tona algumas considerações sobre a decisão do caso Arcelor Brasil S.A. (Processo CVM nº RJ-2007-1996):

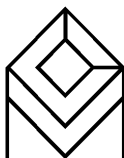
- (i) a CVM tem competência para analisar se a demonstração foi realmente feita de maneira justificada, isto é, se há elementos que comprovem que a parcela do preço relativa ao controle indiretamente alienado é aquela descrita no Edital;
- (ii) em OPA de alienação de controle, em princípio, sempre deve prevalecer (e tem prevalecido nas análises da CVM), o preço declarado pelas partes nos contratos.

Vale lembrar também as balizas traçadas na declaração de voto do então Presidente desta CVM Marcelo Trindade no caso Arcelor Brasil S.A., em que a justificação do preço pode ser feita, em quaisquer casos, por instrumentos contratuais, sem prejuízo da análise de parcelas adicionais de preço não-indicadas e de indícios de fraude.

Sem embargos de análise de precedentes, a CVM prima pela análise casuística, como elucidado no caso Copesul (Processo CVM nº RJ-2007-2923).

Ressalta-se que a concepção do Contrato de Compra e Venda de Ações com a descrição justificada do preço devido na alienação indireta do controle não afasta o dever da CVM em verificar os elementos que justifiquem a demonstração do preço, respeitado o preço declarado de alienação da controladora.

No entanto, na análise das referidas argumentações da Ultrapar, considerando o caso concreto, em que ações ordinárias da CBPI também foram objeto da negociação em tela, e as participações díspares das cinco famílias envolvidas na venda, entendemos não haver, *a priori*, indícios de



## CVM Comissão de Valores Mobiliários



fraude que desabonem o uso da participação de 40% da CBPI no valor pago aos controladores de DPPI, a despeito da reiterada reclamação dos investidores.

No que tange ao segundo ponto controvertido na demonstração justificada de preço, qual seja, a questão sobre a dupla incidência do fator de 80% do preço efetivamente pago aos controladores, discordamos da fórmula apresentada pelos investidores e pela Ofertante.

Mais uma vez, a análise das ofertas públicas de aquisição de ações é casuística e o objetivo desta Comissão, nas alienações de controle, deve ser o de zelar para que as condições da referida oferta atendam aos requisitos legais, assegurando aos seus destinatários o preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle, direta ou indiretamente.

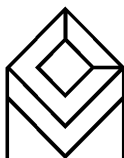
Pretendeu a Ofertante, acompanhada pelo reclamante, implementar para o cálculo da alienação indireta do controle da CBPI a fórmula, devidamente ajustada, utilizada no caso Arcelor Brasil S.A.

No entanto, tratam-se de estruturas societárias distintas, uma vez que Arcelor Brasil S.A. possuía apenas ações ordinárias e a alienação da sua controladora se deu de forma equânime para todos os seus acionistas, não havendo diferença de preços para as ações.

No presente caso, tanto controladora (DPPI) quanto controlada (CBPI) possuem ações ordinárias vinculadas a controle, ações ordinárias não-vinculadas a controle e ações preferenciais.

Na tabela a seguir, apresentamos o passo a passo da demonstração da forma de cálculo utilizada pela Ofertante e pelo reclamante, de modo a permitir a visualização do cálculo do que chamamos de valor implícito da DPPI (em que o valor pago pelas ações ordinárias de DPPI é extrapolado para a totalidade do capital social daquela Companhia):

	Proposta Ultrapar	Reclamação Investidor
Observações preliminares	Valores distintos ON DPPI vinculadas e não-vinculadas	Valores idênticos ON DPPI vinculadas e não-vinculadas
Preço Ação ON DPPI vinculada a acordo: (A)	R\$ 140,09	R\$ 140,09
Qt Ações ON DPPI vinculadas a acordo: (B)	5.449.464	5.449.464
Valor total de ações ON DPPI vinculadas: (A*B) = (C)	R\$ 763.415.411,76	R\$ 763.415.411,76
Preço Ação ON DPPI não vinculada: (D)	R\$ 112,07	R\$ 140,09
Qt Ações ON DPPI ã vinculadas: (E)	5.256.904	5.256.904
Valor total de Ações ON DPPI ã controle: (D*E) = (F)	R\$ 589.141.231,28	R\$ 736.439.681,36
Valor total pago pelas Ações ON DPPI: (C+F) = G	R\$ 1.352.556.643,04	R\$ 1.499.855.093,12
Percentual do capital ordinário no capital total de DPPI: (H)	33,4574%	33,4574%
Valor implícito da DPPI: (G/H) = I	4.042.623.285,25	4.482.880.000,00
Qde ações DPPI: (J)	32.000.000	32.000.000
Preço implícito por ação DPPI: (I/J) = (L)	126,33	140,09
Participação da CBPI no preço total pago ao controlador da DPPI	40%	40%
Valor referente aos 40% da DPPI (investimento em CBPI)	R\$ 1.617.049.314,10	R\$ 1.793.152.000,00
Qt ações ON detidas pela DPPI no capital de CBPI	22.264.146	22.264.146
Preço por ação de controle de CBPI detida por DPPI	R\$ 72,63	R\$ 80,54
Valor das demais ON de CBPI com "tag along" (80%)	R\$ 58,10	R\$ 64,43192



## CVM Comissão de Valores Mobiliários



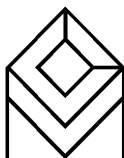
É fato que a tabela acima não traz qualquer inovação quanto às tabelas apresentadas anteriormente. Apenas pretendemos apresentar os cálculos sem a adoção das fórmulas prontas finais, que dificultam a compreensão do demonstrativo.

Tendo em vista a estrutura diversa do precedente de Arcelor, entendemos que os cálculos apresentados acima ocultaram uma premissa a ser tratada em alienações de controle, e que ganha vulto nas alienações indiretas de companhias como no presente caso, qual seja, o prêmio de controle. Nas palavras do voto do Presidente-Relator no caso de Dixie Toga S.A., em 22/3/2005, “o objetivo do disposto no art. 254-A, regulamentado pela Instrução CVM nº 361/02, é garantir parte do prêmio de controle aos demais acionistas que possuam as mesmas ações que o acionista controlador”.

Assim, rerepresentamos a tabela anterior, explicitando o cálculo do prêmio pago pelas ações ordinárias de emissão da DPPI vinculadas a controle, frente ao preço implícito por ação da DPPI, que deve ser refletido no cálculo do preço a ser ofertado pelas ações de emissão da CBPI:

	Proposta Ultrapar	Reclamação Investidor	Simulação CVM	Simulação CVM
Observações preliminares	Valores distintos ON DPPI vinculadas e não-vinculadas	Valores idênticos ON DPPI vinculadas e não-vinculadas	Valores distintos ON DPPI vinculadas e não-vinculadas	Valores distintos ON DPPI vinculadas, ON DPPI não-vinculadas e PN DPPI
Preço Ação ON DPPI vinculada a acordo: (A)	R\$ 140,09	R\$ 140,09	R\$ 140,09	R\$ 140,09
Qt Ações ON DPPI vinculadas a acordo: (B)	5.449.464	5.449.464	5.449.464	5.449.464
Valor total de ações ON DPPI vinculadas: (A*B) = (C)	R\$ 763.415.411,76	R\$ 763.415.411,76	R\$ 763.415.411,76	R\$ 763.415.411,76
Preço Ação ON DPPI não vinculada: (D)	R\$ 112,07	R\$ 140,09	R\$ 112,07	R\$ 112,07
Qt Ações ON DPPI ã vinculadas: (E)	5.256.904	5.256.904	5.256.904	5.256.904
Valor total de Ações ON DPPI ã controle: (D*E) = (F)	R\$ 589.141.231,28	R\$ 736.439.681,36	R\$ 589.141.231,28	R\$ 589.141.231,28
Valor total pago pelas Ações ON DPPI: (C+F) = (G)	R\$ 1.352.556.643,04	R\$ 1.499.855.093,12	R\$ 1.352.556.643,04	R\$ 1.352.556.643,04
Percentual do capital ordinário no capital total de DPPI: (H)	33,4574%	33,4574%	33,4574%	33,4574%
Preço Ação PN DPPI:	XXXXXXXX	XXXXXXXX	XXXXXXXX	R\$ 29,57
Valor implícito da DPPI: (G/H) = (I)	4.042.623.285,25	4.482.880.000,00	4.042.623.285,25	(G) + (29,57 x 21.293.632) = 2.129.507.791,36
Qde ações DPPI: (J)	32.000.000	32.000.000	32.000.000	32.000.000
Preço implícito por ação DPPI: (I/J) = (L)	126,33	140,09	126,33	66,55
Prêmio Pago pela ON DPPI vinculada: (A-L) = (M)	R\$ 13,76	R\$ 0,00	R\$ 13,76	73,54





## CVM Comissão de Valores Mobiliários



Prêmio percentual pago pelas ações ON DPPI: $\{[(A):(L)] - 1\} \times 100 = (N)$	10,89%	0,00%	10,89%	110,51%
Participação da CBPI no preço total pago ao controlador da DPPI	40%	40%	40%	40%
Valor referente aos 40% da DPPI (investimento em CBPI)	R\$ 1.617.049.314,10	R\$ 1.793.152.000,00	R\$ 1.617.049.314,10	R\$ 851.803.116,54
Qde ações ON detidas pela DPPI no capital de CBPI	22.264.146	22.264.146	22.264.146	22.264.146
Preço por ação de controle de CBPI detida por DPPI	R\$ 72,63	R\$ 80,54	R\$ 72,63	R\$ 38,26
Preço Ações CBPI c/ Percentual de Prêmio pago às ON controle DPPI			R\$ 80,54	R\$ 80,54
Valor das demais ON de CBPI com "tag along" (80%)	R\$ 58,10	R\$ 64,43	R\$ 64,43	R\$ 64,43

Em suma, vislumbramos que, para fins do cumprimento do art. 254-A da Lei nº 6404/76, a OPA da CBPI deveria ser feita ao preço de R\$ 64,43 por ação ordinária, de modo a pagar aos minoritários de CBPI 80% do preço pago aos controladores indiretos da Companhia.

Entretanto, tendo em vista a complexidade da operação de alienação de controle do Grupo Ipiranga, faz-se necessária a apresentação das planilhas anexas, que contemplam os testes de consistência do preço devido na oferta, demonstrando-se que o preço inicialmente ofertado não encontra respaldo, seja comparado com os dados do próprio contrato, seja com os dados de valor econômico, patrimonial ou de cotação (Planilha 1).

Apresentamos, ainda, os testes de consistência (Planilha 2), em que consideramos os valores pagos pelas ações de DPPI e RPI, já que, aritmeticamente, se afastarmos a figura de DPPI, Ultrapar somente deteria o controle da CBPI, combinando a participação de 43,52% (via DPPI) com a participação de 16,42% (via RPI). Não obstante, cabe assinalar, analisando-se a estrutura societária de CBPI, que a Ultrapar é sim sua controladora indireta, pelo fato de controlar a DPPI, sua controladora direta.

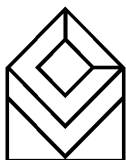
Por fim, a Planilha 3 apresenta um último teste, em que se insere a participação direta de 3,8% adquirida pela Ultrapar das famílias ex-controladoras do Grupo Ipiranga.

De acordo com as planilhas acima, tendo em vista que os múltiplos com outros referenciais apresentam valores sempre superiores ao ofertado, julgamos assistir razão ao reclamante, de que não deve a Ofertante embutir um desconto dobrado de 80% ao preço pago pelo controle, no cálculo do preço indireto devido.

Em face do todo acima exposto, encaminhamos o presente Processo à Superintendência Geral, de modo que o Colegiado desta CVM conceda oportunidade a esta área técnica para formular novas exigências e prazo de 15 dias para seu cumprimento.

(Original assinado por)

FLAVIA MOUTA FERNANDES



**CVM** *Comissão de Valores Mobiliários*

Gerente de Registros - 1



Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

(Original assinado por)

CARLOS ALBERTO REBELLO SOBRINHO

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários