

## Desavenças da Ipiranga

Por Catherine Vieira e Angelo Pavini

26/07/2007

[Indique](#) | [Imprimir](#) | [Digg](#) | [del.icio.us](#) Tamanho da Fonte: [a-](#) [A+](#)

A compra do Grupo Ipiranga deve enfrentar turbulências por conta de uma disputa envolvendo acionistas minoritários e os compradores Ultrapar, Braskem e Petrobras. Um grupo de gestores de fundos de investimento, que possui cerca de R\$ 800 milhões, ou 20% das ações preferenciais (sem voto) das empresas do Ipiranga, entrou na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no fim de maio com uma reclamação por falta de informações e contestando a avaliação das companhias feita pelo Deutsche Bank a pedido dos compradores. A avaliação é fundamental pois servirá de base para a relação de troca das ações da Companhia de Petróleo Ipiranga, da Refinaria de Petróleo Ipiranga e da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga pelas da Ultrapar e para o fechamento de capital da Copesul pela Braskem.

Os minoritários alegam que o preço das empresas do Grupo Ipiranga foi subavaliado enquanto o da Ultrapar, superestimado, e que deveriam receber quase o dobro (92% a mais) em ações da Ultrapar do que o estabelecido. Na semana passada, a Ultrapar e o Deutsche Bank responderam à CVM, rebatendo os argumentos e afirmando que o objetivo dos fundos é apenas aumentar seus ganhos. Já os minoritários prometem entrar na Justiça caso a CVM não faça nada.

O questionamento dos minoritários começa já pelos termos da oferta pública para pagar o prêmio de controle ("tag along") aos donos de ações ordinárias da Petróleo Ipiranga, que está sendo analisada pela CVM, uma das primeiras etapas do processo. Os investidores questionam itens do cálculo do preço, como a diferença de valores entre as ações ON da Distribuidora Ipiranga vinculadas ao acordo de acionistas e as demais, que reduziria o preço final, segundo os minoritários. Outra questão é o percentual atribuído à participação da Petróleo Ipiranga no valor da Distribuidora. Esses questionamentos devem ser analisados pela Superintendência de Registro da CVM.

Outra reclamação diz respeito à segunda etapa da operação, que é a incorporação das três empresas do Grupo Ipiranga pela Ultrapar, e que deve ser analisada pela Superintendência de Empresas da CVM. Segundo um dos acionistas insatisfeitos, o objetivo é também entender melhor alguns pontos. "Só queremos ter o direito de discutir questões que para nós não estão claras e pontos com os quais não concordamos", diz um gestor.

A operação de incorporação das empresas do Grupo Ipiranga é a mais lesiva que já se registrou no mercado brasileiro, afirma José Carlos Reis de Magalhães, sócio da Tarpon Investimentos. "Nem mesmo na tão criticada operação da Telemar, de troca de PNs por ONs, se viu uma relação tão díspar entre o que o controlador receberia e o que caberia ao minoritário", desabafa, acrescentando que a troca da Ipiranga traz "todas as polêmicas" vividas em outras incorporações contestadas, como de Ripasa por Klabin e Suzano e do Sudameris pelo ABN Amro. A Tarpon, com R\$ 250 milhões em papéis da Ipiranga, lidera o grupo de assets que recorreu à CVM, juntamente com a

Hedging-Griffo, Mercatto Gestão de Recursos, Argúcia Capital Management e Polo Capital.

Segundo Magalhães, a prática comum do mercado é o novo controlador se apropriar de 35% a 40% do que é pago aos minoritários donos de ações PN em relação ao que vai para o bolso dos antigos donos. Até porque os papéis sem voto não têm direito ao prêmio de controle ("tag along"), explica. O problema, diz ele, é que a relação de troca na Ipiranga representaria um desconto de 75%, sobrando para os minoritários apenas 25% do valor pago aos controladores. Outra crítica é para o fato de a incorporação dos acionistas da Ipiranga pela Ultrapar ser compulsória. "Tudo bem vender a empresa, não preciso de 'tag along', mas se quer me incorporar compulsoriamente, tem de ser num valor razoável", reclama. Para ele, a operação abriria um precedente perigoso no mercado brasileiro, pois haveria pelo menos dez empresas em bolsa com situações societárias muito próximas das da Ipiranga. "Isso significaria dezenas de bilhões de reais expropriados de minoritários", diz ele.

Os gestores levantam a suspeita de que a avaliação dos grupos teria sido feita já com um valor definido, ou seja, a conta teria começado pelo resultado. Segundo os fundos, um indício seria o fato de que o valor oferecido na relação de troca das empresas é praticamente o mesmo das cotações de mercado nos 60 dias que antecederam o anúncio do negócio.

No laudo de avaliação das empresas, os minoritários questionam a chamada perpetuidade, onde a empresa estima quanto vai investir quando já estiver estabilizada, sem grande crescimento. Nesses casos, o investimento seria apenas para manter a empresa, ou seja, cobrir a depreciação dos ativos. Mas, no cálculo do Deutsche, o investimento é maior do que a depreciação, o que reduziria o valor do Ipiranga em R\$ 480 milhões.

Outra reclamação é com relação à forma como é calculado o valor hoje dos fluxos de caixa das empresas no futuro. Para chegar ao valor presente, desconta-se da projeção de geração de caixa a uma taxa de juros. Os minoritários reclamam que o Deutsche usou uma taxa de juros maior para o desconto no Ipiranga, o que resultaria em um diferença de R\$ 1,5 bilhão.

Os fundos contestam também a avaliação das lojas de conveniência dos postos Ipiranga, a rede AM/PM, e que teve por base de comparação o Pão de Açúcar (CBD). Para eles, a comparação é injusta pois os supermercados têm mais concorrência e margens menores. E sugerem a comparação com outras redes, como Lojas Americanas, Renner e Submarino, o que aumentaria o valor em R\$ 300 milhões. O Deutsche, alega que teria usado ainda uma relação dívida/capital - que dá uma idéia do custo da empresa para captar em bancos ou em ofertas públicas - para a Ultrapar melhor que a real, reduzindo a taxa de desconto sobre os ativos da empresa.

A resposta da Ultrapar é direta: os compradores não criaram a situação dos minoritários do Grupo Ipiranga e quem comprou as ações antes da operação sabia bem o que estava adquirindo, um papel PN sem direito a "tag along" de uma empresa complexa, com 20 companhias com participações cruzadas, diz André Covre, diretor financeiro do Grupo Ultra. Para ele, mais do que o laudo, o que os fundos questionam é a operação.

Mesmo sem obrigação legal, destaca Covre, os compradores decidiram fazer

a conversão de ações preferenciais do Ipiranga por preferenciais da Ultrapar - que possuem "tag along" -, desatando assim o nó societário do Grupo Ipiranga. "Está-se dando mais que qualquer direito que os preferencialistas teriam", afirma. Ele lembra ainda que os preferencialistas do Ipiranga já estão ganhando 15% porque a relação de troca entre as empresas é fixa e o valor de Ultrapar está subindo por conta da operação.

Para Covre, por trás das reclamações dos minoritários está "um traço humano" de sempre querer ganhar mais. Prova disso, diz, seria o fato de que os fundos aumentaram brutalmente suas posições em empresas do Ipiranga depois do anúncio do negócio. Ele chama a atenção também para o fato de que, desde o anúncio da operação, em 19 de março, o volume de posições vendidas - onde o investidor aposta na queda do papel - de Ultrapar no mercado triplicou. "E quem comprou Ipiranga e vendeu Ultrapar está tentando causar qualquer tipo de dificuldade na transação para ganhar com a queda do nosso papel", acredita.

Magalhães, da Tarpon, rebate as insinuações e diz que a Tarpon não tem posições vendidas em Ultrapar. E, mesmo que outros fundos tivessem, o valor seria muito pequeno. "O total vendido em Ultrapar é de R\$ 100 milhões, nós temos R\$ 800 milhões em Ipiranga", diz. Ele considera normal também os fundos continuarem comprando Ipiranga. "Fazemos isso porque consideramos que essa operação, nessas condições, não passa de jeito nenhum", diz.

## Notícias Relacionadas

### Deutsche diz ter usado critérios de mercado no cálculo

De São Paulo e do Rio  
26/07/2007

Indique | Imprimir | Digg | del.icio.us Tamanho da Fonte: **a- A+**

No documento enviado à CVM, o Deutsche Bank responde às acusações dos minoritários. No cálculo da perpetuidade, por exemplo, o banco lembra que, no caso específico da Distribuidora Ipiranga, mesmo com um crescimento vegetativo, é preciso investir mais na abertura de postos para acompanhar o crescimento do país. E isso é feito antecipadamente, o que justifica a aplicação de uma taxa de juros que eleva o valor do investimento acima do da depreciação.

Já a taxa de desconto aplicada aos dois grupos foi obtida seguindo o método puramente técnico, de ampla aceitação do mercado. E o resultado é que taxa é maior na Ipiranga que na Ultrapar pelos componentes do cálculo. "Por exemplo, o risco não diversificável da distribuição de combustíveis é maior do que na distribuição da gás GLP" complementa André Covre, diretor financeiro da Ultrapar.

Sobre a avaliação da rede de lojas de conveniência AM/PM, Covre lembra que é difícil achar empresas que sejam "cara de uma, focinho da outra". E a escolha do Deutsche para a comparação, a CBD, foi o mais próximo, pois a

parte de alimentos é importante no negócio da AM/PM. "Não dá para comparar com empresas que vendem eletroeletrônicos, como Lojas Americanas, ou de departamentos, como Lojas Renner ou via internet, como a Submarino".

Sobre a relação dívida e capital, Covre diz que, no caso do grupo Ipiranga, o Deutsche a calculou tendo como base empresas referenciais de mercado. Já no caso da Ultrapar, a relação foi calculada abaixo desses referenciais. "Ou seja, na Ipiranga, utilizou-se um nível adequado, enquanto para a Ultrapar utilizou-se menos do que o mercado acha adequado", afirma. "Isso demonstra que o laudo está feito na linha de dar elementos para ser favorável aos preferencialistas da Ipiranga."

Segundo Covre, não há nada nas reclamações que justifique a reversão da incorporação das ações. Mas se ela não ocorrer, a alternativa será dividir o Grupo Ipiranga e cada comprador pegar sua parte. Nesse caso, as ações PN de cada empresa do grupo serão divididas de acordo com os ativos e cada comprador lidará com seus preferencialistas. "Mas isso seria muito pior, para separar ativo, teria de fazer cisões parciais das empresas e um cada PN seria desdobrada em três ou quatro ações, e seria acionista de uma subsidiária da Petrobras, outra da Braskem e outra do Ultra", diz. **(AP e CV)**