

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**CONSIDERAÇÕES ACERCA DA NEGOCIAÇÃO
IPIRANGA X PETROBRÁS**

Mauricio Paravidino de Almeida Kopke

Nº. de matrícula: 0412559

Orientador: José Henrique Tinoco

Dezembro de 2007

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**CONSIDERAÇÕES ACERCA DA NEGOCIAÇÃO
IPIRANGA X PETROBRÁS**

Mauricio Paravidino de Almeida Kopke

Nº. de matrícula: 0412559

Orientador: José Henrique Tinoco

Dezembro de 2007

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo meu professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

“Foi o tempo que dedicaste à tua rosa que a fez tão importante.”

- Antoine de Saint-Exupéry -

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| 1. Introdução | 5 |
| 2. A Avaliação - Método | 7 |
| 3. Aquisição | 15 |
| 4. A Avaliação. | 18 |
| i) Fluxos de caixa descontados: | 21 |
| (ii) Resumo das Avaliações: | 25 |
| 5. Os acionistas, as Empresas e o Mercado | 28 |
| 6. Conclusões | 31 |
| BIBLIOGRAFIA | 32 |
| ANEXO I | 33 |

1. Introdução

Nos últimos anos a economia Brasileira vem observando uma profunda modificação nas relações empresariais. Com a estabilização econômica e a globalização, muitas empresas começaram a tomar atitudes mais agressivas na consolidação do capitalismo brasileiro, reforçado após as privatizações da década de 90.

Seguindo essa tendência, empresas como a Companhia Vale do Rio Doce expandiram-se não só nacionalmente, mas internacionalmente com grandes aquisições. Fusões como a que criou a Ambev, e mais tarde a formação da Inbev são frutos dessas mudanças e consolidações. Nesse trabalho pretendo abordar um pequeno episódio dessas transformações, a recente aquisição do Grupo Ipiranga pela Braskem, Ultrapar e Petrobras. Essa negociação bilionária é mais um movimento de consolidação de setores importantes da economia, repercutindo fortemente no mercado financeiro nacional.

Como ponto principal do trabalho estará a relação entre a negociação, seus desdobramentos para os acionistas, empresas e o mercado nacional e o impacto sentido nas ações da empresa após o anúncio oficial da transação. Como as ações se valorizaram muito, cabe a pergunta: essa valorização deveu-se a uma efetiva melhoria das perspectivas de lucro futuro ou foi simplesmente uma jogada especulativa? Ou ainda, o preço pago aos acionistas foi similar ao da avaliação?

Para isso será necessário não só o estudo da negociação, mas também realizar um *valuation* do grupo Ipiranga e uma abordagem econômica sobre os resultados de uma possível concentração excessiva de mercado e a possibilidade de reação pelos órgãos de controle da concorrência.

No capítulo dois examinamos as possíveis técnicas e métodos disponíveis para a avaliação do grupo Ipiranga, realizando uma construção do modelo a ser utilizado. Chegamos ao final com o fluxo de caixa livre para a firma, um modelo de fluxo de caixa descontado, que permite analisar rendimentos futuros para todos os detentores de direitos da firma, os acionistas e os credores.

Dessa forma, é possível analisar questões de mudanças na estrutura de dívida da empresa. No caso de uma aquisição, por exemplo, a empresa compradora pode ter uma geração de caixa tão grande que pode cobrir todas as necessidades de caixa da firma adquirida, não necessitando de financiamento, e podendo ficar com todos os fluxos de rendimentos futuros.

No terceiro capítulo analisamos a negociação em si mesma. Quais os procedimentos, valores e características de uma das maiores aquisições já realizadas no

mercado brasileiro. Estima-se que a aquisição custe quatro bilhões e meio de reais apenas para pagar os acionistas do grupo Ipiranga, sem contar com os custos financeiros e legais de um negócio deste porte.

No capítulo quatro utilizamos os conhecimentos e observações para estimar o valor da empresa e compará-lo com os valores das ações no mercado financeiro. Cabe ressaltar que no dia seguinte ao anúncio oficial, as ações das empresas do grupo Ipiranga cotadas em bolsa tiveram um aumento de aproximadamente 70% para a CBPI e DPPI e 20% para a RIPI.

Nesse capítulo, pretendemos analisar a pergunta feita anteriormente nesta seção, “o preço pago aos acionistas foi similar ao da avaliação?”.

No capítulo cinco analisaremos os desdobramentos imediatos da aquisição nos mercados em que atuava o grupo Ipiranga e as futuras implicações da redistribuição da fatia de mercado para cada uma das empresas do consórcio comprador. Ressaltamos neste ponto, o gigantismo da Petrobras em toda a cadeia de produção e distribuição de petroquímicos no Brasil e suas implicações para o consumidor final. Avaliaremos também as conseqüências para os acionistas das empresas envolvidas no negócio.

No sexto e último capítulo concluímos o estudo e ponderamos os resultados obtidos com a teoria econômica e as premissas financeiras da atualidade.

2. A Avaliação - Método

O processo chave para qualquer análise de fusões e aquisições está pautado na obtenção de um preço justo a ser negociado entre as partes envolvidas no processo. No caso em questão está a aquisição do grupo Ipiranga por um *pool* de empresas, tendo como principal a gigante brasileira Petrobrás.

A avaliação desse “preço justo” é sem sobre de dúvida a maior questão a ser abordada nesse trabalho e merece destaque na análise das opções e alternativas teóricas disponíveis na literatura acadêmica.

O mercado nacional de petroquímicos e combustíveis é basicamente controlado por poucas empresas. A mais importante delas a Petrobrás. Dentre as áreas de atuação do grupo Ipiranga podemos citar como as três mais importantes, a distribuição de combustíveis e lubrificantes, a produção de produtos petroquímicos e o refino de petróleo na única refinaria brasileira não pertencente a Petrobrás.

No ramo de distribuição a concorrência era basicamente concentrada entre empresas multinacionais, como ExxonMobil, Chevron e Shell, e a BR Distribuidora, pertencente a Petrobrás e sendo a maior distribuidora do país. Além dessas, o setor de distribuição conta com pequenas empresas nacionais como a AleSat. A produção de petroquímicos é mais diversificada, mas com forte atuação das empresas já citadas.

Uma das possibilidades de análise do valor de uma empresa é a utilização do método de avaliação relativa entre empresas que apresentem similaridades de negócios com o grupo Ipiranga. Nesse modelo, temos a utilização de múltiplos de valor e razões entre valores contábeis para identificação de médias setoriais. Com isso poderíamos calcular o valor da empresa e chegar a conclusões com o confronto entre as médias setoriais e os múltiplos da empresa analisada. Implicitamente, o modelo afirma que o preço de mercado médio das empresas do setor estaria bem precificado. Ele não leva em conta a possibilidade de todo o setor estar subestimado ou supervalorizado.

Um entrave encontrado para esse tipo de análise no caso em questão é a pouca informação pública disponível para as análises setoriais. Além disso, o gigantismo da Petrobrás no *market share* de todas essas linhas de negócio traria um enorme viés ao processo.

Dessa forma, o modelo de análise relativa não se mostra como melhor opção para mensurar o valor da empresa.

O modelo que melhor se encaixa com as informações disponíveis, portanto, é o modelo de Fluxo de Caixa Descontado. Sua principal característica é utilização dos Fluxos de Caixa gerados pela empresa no futuro como determinador do valor do negócio ao ser trazido a valor presente por uma taxa de juros condizente com o custo financeiro do dinheiro.

O primeiro ponto então, é a estimação da taxa de desconto a ser utilizada no modelo analisado. Como uma taxa de desconto de mercado, ela deve levar em conta os riscos inerentes ao negócio e registrar o retorno exigido pelos detentores dos direitos da empresa. O modelo padrão na mensuração do risco é o modelo de precificação de ativo de capital (em inglês, *capital asset pricing model* – CAPM). Nele estimamos um valor, denominado Beta, que capture todo o risco de mercado, medido em relação a uma carteira perfeitamente diversificada entre todos os ativos negociados. Para Betas maiores do que 1 o ativo tem risco maior que o risco médio de mercado e vice-versa.

Com essa definição podemos então definir um tipo de taxa de desconto que é o Custo do Patrimônio Líquido. Esse custo deve ser igual a taxa livre de risco mais um prêmio pelo risco do mercado (ou prêmio pelo risco do ativo de risco médio) multiplicado pelo beta estimado. Assim:

$$\text{Custo do Patrimônio Líquido do ativo } i = \text{Taxa livre de risco} + \text{Beta}_i \times \text{Prêmio pelo risco do mercado}$$

A taxa livre de risco seria a taxa pela qual uma entidade sem risco de inadimplência e nenhuma incerteza sobre as taxas de reinvestimento pagaria por seus títulos, como por exemplo, os títulos públicos governamentais denominados em moeda nacional. O prêmio pelo risco mede o retorno exigido por investidores para transferir dinheiro de um investimento sem risco para outro de risco médio. Este pode ser mensurado como a diferença entre os retornos médios sobre ações em um período de tempo e o retorno médio sobre títulos livres de risco em um período extenso da história.

Além do Custo do Patrimônio Líquido, outra taxa de desconto é o Custo do Capital (em inglês, *weighted average cost of capital* – WACC). Diferente do custo do Patrimônio Líquido o WACC é uma média ponderada dos custos dos diferentes componentes do financiamento, incluindo dívida financeira, patrimônio líquido e títulos híbridos. Pela fórmula abaixo podemos observar que a proporção das necessidades financeiras da empresa, ou seja, dívida mais patrimônio líquido (ambos a valor de mercado), financiadas pelo patrimônio líquido será multiplicada pelo custo do patrimônio líquido e a parcela financiada por dívida pelo custo da dívida depois de

impostos. A tributação nesse caso entra como um benefício fiscal reduzindo os juros dos empréstimos.

O custo da dívida pode estar expresso nas notas explicativas dos balanços patrimoniais ou estimado pela soma do risco de inadimplência e a taxa livre de risco. Lembrando que devem ser descontadas as alíquotas efetivas de impostos do custo da dívida. Assim:

$$WAAC = \text{Custo do patrimônio líquido } B \frac{r}{PL + D} + \text{Custo da Dívida } B \frac{r}{PL + D}$$

Onde: PL = Valor de mercado do patrimônio líquido

D = Valor de mercado da dívida

O valor de mercado do patrimônio líquido pode ser facilmente encontrado ao multiplicarmos o valor de mercado das ações em circulação pelo número de ações. O valor de mercado da dívida é mais difícil de ser obtido diretamente. Estimamos esse valor da seguinte forma:

$$D = GB \frac{1}{r} + \frac{DC}{1+r}$$

Onde G = gasto com juros de toda a dívida no ano

r = custo da dívida

t = média ponderada de valor de face da maturidade da dívida

DC = dívida contábil

A maturidade média pode ser encontrada dividindo-se o valor de cada item da dívida pelo valor total da dívida e multiplicar essa razão pela maturidade de cada item. A soma dos valores encontrados é a maturidade média.

Cabe ressaltar que alguns itens como *leasings* operacionais são comumente classificados como despesas operacionais ao invés de dívida e despesa financeira. Se isso ocorrer, descontamos futuros compromissos de leasing operacional de volta ao custo da dívida antes dos impostos e adicionamos esse resultado à dívida convencional. Além disso, ajustamos o lucro operacional adicionando as despesas de leasing operacional no ano corrente e descontamos uma estimativa de depreciação do leasing. Essa estimativa pode ser encontrada utilizando o valor presente do leasing e realizando uma depreciação em linha-reta pelo tempo de vida do mesmo.

Agora que já abordamos as taxas de desconto possíveis do modelo, avaliaremos as definições de fluxo de caixa inerentes ao mesmo. Num sentido mais introdutório e talvez purista, alguns analistas poderiam definir como fluxo de caixa apenas os

dividendos pagos aos acionistas. Dessa forma deveríamos descontar os possíveis dividendos futuros pelo custo do patrimônio líquido e obteríamos o valor do negócio que estamos avaliando. Para empresas que distribuem todo o seu capital ou a estimativa dos fluxos de caixa sejam difíceis de mensurar esse será o melhor modelo.

Entretanto, nem todas as empresas distribuem todo o seu potencial de fluxo de caixa em dividendos. Dessa forma, parte dos fluxos de caixa fica retido na empresa para aumento de capital de giro, por exemplo, ou decisões de investimentos futuros ou até mesmo devido a incertezas nos mercados em que a empresa atua.

Uma definição mais abrangente do modelo seria o Fluxo de caixa livre para patrimônio líquido (em inglês, *free cash flow to equity* – FCFE), aonde a premissa básica é a de que mesmo os fluxos de caixa que não são distribuídos são de propriedade dos acionistas e algum dia retornarão aos mesmos. Ou seja, depois de equacionadas todas as necessidades de recursos, como pagamento de dívidas e reinvestimento, o valor residual é totalmente distribuído aos acionistas.

Como no modelo de dividendos, a taxa de desconto a ser utilizada é o custo de patrimônio líquido. Dessa forma, o modelo mais simples do modelo pode ser escrito da seguinte forma:

$$VPL = \frac{FCFE}{r}$$

Onde VPL é o valor presente do patrimônio líquido e r é o custo do patrimônio líquido

Sendo o FCFE definido como:

$$FCFE = LL - \Delta CAPEX - \Delta Depreciação - \Delta ACG + \Delta Dívida$$

Onde LL = Lucro Líquido

CAPEX = Gastos de capital

ΔACG = Variação no capital de giro não monetário

$\Delta Dívida$ = a diferença entre nova dívida e o repagamento de dívida

Vale ressaltar que a definição de lucro líquido não contabiliza os gastos de capital. Dessa forma, temos que observar se contas como gastos em P&D estão sendo contabilizados de forma correta. É comum encontrarmos estes em gastos correntes, quando na verdade são gastos de capital, e dessa forma devem ser capitalizados. Segundo Damodaran (2007), “Para capitalizar e atribuir valor aos ativos de pesquisa, presume-se quanto tempo, em média, levará para pesquisa e desenvolvimento se

converterem em produtos comerciais. Isso se chama vida amortizável dos ativos. Esse tempo de vida variará conforme a empresa e refletirá as dificuldades associadas à comercialização do produto da pesquisa.”E continua, “... o próximo passo é coletar dados sobre gastos de P&D nos últimos anos, até chegar à vida amortizável do ativo de pesquisa”. Pressupondo-se uma amortização uniforme teremos o seguinte valor dos ativos:

$$\text{Valor do Ativo de pesquisa} = \sum_{t=0}^{t=n} \frac{P\&D_t}{(1+i)^t} \cdot \frac{1}{n}$$

Esse valor é acrescentado ao valor do patrimônio líquido. E o gasto de P&D acrescentado ao Lucro operacional e descontado a amortização do ativo de pesquisa.

Nesse ponto é necessário definir um importante ponto ainda não especificado, a taxa de crescimento dos fluxos de caixa. Com uma abordagem mais fundamentalista pretendo utilizar neste trabalho uma relação entre necessidades de reinvestimento e expectativas de crescimento futuros. Para calcular o reinvestimento precisaremos do gasto líquido de capital (gastos de capital ou CAPEX – depreciação) e o investimento em capital de giro não monetário. Ademais, precisaremos do retorno sobre o patrimônio líquido (em inglês, *return on equity* – ROE) para calcular a taxa de crescimento esperada.

Como muitas vezes observamos gastos com capital de giro irregulares é interessante normalizar esses gastos por uma média histórica de gastos. Para encontrarmos o capital de giro não monetário precisamos retirar o caixa e os investimentos em títulos negociáveis e toda a dívida a juros. Essa dívida será considerada ao se calcular o custo de capital, portanto haveria dupla contagem. Da mesma forma que os gastos com capital, a estimativa de alterações no capital de giro não monetário pode ser feita multiplicando-se a média histórica do capital de giro não monetário como percentual da receita e a receita do período.

O retorno sobre patrimônio líquido é convencionalmente medido pela divisão do lucro líquido no ano mais recente pelo valor contábil do patrimônio líquido ao final do ano anterior.

$$ROE = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Valor contábil do PL}_{t@1}}$$

O crescimento esperado do lucro líquido pode então ser formulado como:

$$g = ROEB \cdot b$$

$$b = \frac{\text{CapEx} + \Delta\text{CG}}{\text{Lucro Líquido não monetário}}$$

Onde g é a taxa de crescimento, b a taxa de reinvestimento e ΔCG é a variação no capital de giro não monetário

Note que o valor do patrimônio líquido utilizado para calcular o ROE leva em consideração todos os investimentos já realizados pela empresa. Em avaliações o importante é estimar o retorno sobre os novos investimentos, que podem estar sujeitos a uma taxa inferior de rentabilidade que a média histórica. Podemos então fazer uma análise marginal, onde:

$$\text{ROE marginal} = \frac{\Delta I}{\Delta \text{Valor contábil do PL}_{t@1}}$$

Com as taxas de crescimento esperadas já formuladas nós temos três modelos para sua utilização. No primeiro nós esperamos que a empresa mantenha um crescimento estável de seu FCFE. Dessa forma, o valor do patrimônio líquido será definido como:

$$\text{Valor do PL} = \frac{\text{FCFE}}{\text{Custo do PL} @g}$$

Cabe destacar que a taxa de crescimento estável da empresa não pode exceder a taxa de crescimento da economia como um todo. Na verdade podemos até dizer que quando ela chegar a sua maturidade deverá crescer a uma taxa menor que a economia para contrabalançar as empresas mais jovens que deverão estar crescendo a taxas mais altas que a economia.

Num segundo modelo, nós esperamos que a empresa apresente um período de crescimento extraordinário até um ano terminal e depois venha a apresentar um crescimento estável.

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{1+k_{hg}} + \frac{FCFE_n}{1+k_{hg}}$$

Onde:

VPL é o Valor presente do patrimônio líquido

k é o custo do patrimônio líquido em períodos de alto crescimento (hg) e de crescimento estável (st)

FCFE é o fluxo de caixa livre para patrimônio líquido

g é a taxa de crescimento estável após o ano terminal

O terceiro e último modelo de crescimento pressupõe que exista um período de transição entre o término do período de crescimento extraordinário e o início de crescimento estável.

A última abordagem que analisaremos, e a que será utilizada neste trabalho, será a fluxo de caixa livre para a empresa (em inglês, *free cash flow to firm* – FCFF). Nela não só estaremos interessados nos fluxos de caixa para os acionistas, mas para todos os detentores de direitos da firma, neste caso o capital de terceiros.

Basicamente esse modelo é uma extensão do modelo de fluxo de caixa livre para patrimônio líquido. Em crescimento estável o valor da empresa seria definido segundo a equação:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{FCFF}{WACC @ g_n}$$

onde WACC = Média ponderada do custo de capital

FCFF₁ = fluxo de caixa livre para a empresa esperado no próximo ano

g_n = taxa de crescimento no FCFF

O FCFF é definido segundo o lucro operacional.

$$FCFF = Ebit \cdot (1 - \text{alíquota de imposto de renda}) - \text{gastos de capital} - \text{depreciação} - \Delta CG \text{ não monetário}$$

A taxa de crescimento no modelo de FCFF é definida como:

$$g = \text{Taxa de reinvestimento} \cdot \text{ROC}$$

Onde ROC = Retorno sobre o capital

Sendo ROC e a taxa de reinvestimento definidos como:

$$ROC = \frac{Ebit_1 @ t}{\text{Valor contábil da dívida} + \text{Valor contábil do PL @ Caixa}}$$

$$\text{Taxa de reinvestimento} = \frac{CAPEX @ D - \text{Depreciação} @ C}{Ebit_1 @ t}$$

Onde t é a alíquota de imposto de renda.

Para estimativas de crescimento em dois períodos o modelo poderia ser formulado da seguinte forma:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{1 + WACC^a} + \frac{FCFE_{t+n}}{1 + WACC^a} \cdot \frac{1}{1 + WACC^c}$$

Cabe destacar que o modelo em questão é muito similar ao modelo de FCFE e todas as ressalvas na hora de definir os parâmetros do modelo continuam válidas.

3. Aquisição

A aquisição do grupo Ipiranga é sem sombra de dúvida uma das maiores já realizadas no mercado brasileiro. Apesar da negociação não estar finalizada, uma estimativa próxima é a de que os valores alcancem a marca dos R\$ 5,5 bilhões ^(a) ao final do processo.

A venda do grupo Ipiranga a muito já foi especulada no mercado brasileiro, mas nunca foi concretizada pela dificuldade de encontrar compradores para as múltiplas empresas do grupo. A Petrobras sempre foi uma das pretendentes a compradoras, mas a estrutura acionária do Grupo Ipiranga dificultava esse processo.

Com a inclusão do Ultrapar e da Braskem, a Petrobrás conseguiu finalmente alcançar esse objetivo. Todo o processo foi iniciado com o acordo de acionistas realizado entre as empresas compradoras para orquestrar a reestruturação e divisão do Grupo Ipiranga. Com o equivalente a R\$ 2,1 bilhões, o Ultrapar, na categoria de representante das outras empresas do consórcio, adquiriu a totalidade das ações do bloco de controle da Refinaria de Petróleo Ipiranga - RIPI (66,19% do capital votante), da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga – DPPI (69,18% do capital votante) e da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga – CBPI (3,79% do capital votante).

Concluída a etapa de aquisição das ações do bloco de controle da empresa, o consórcio comprador anunciou ofertas públicas para aquisição das ações ordinárias das três empresas, RIPI, DPPI e CBPI, que se encontravam listados na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. O valor ofertado correspondeu a 80% do preço pago pelas ações do bloco de controle da RIPI e DPPI. O valor da oferta pública da CBPI foi o mesmo pago aos acionistas controladores.

Uma etapa que a ser realizada após as conclusões das alienações do controle acionário da RIPI, DPPI e CBPI para o consórcio comprador, será uma oferta pública para o cancelamento do registro de companhia aberta da Copesul – Companhia Petroquímica do sul. Uma vez que os três principais acionistas eram Ipiranga, Braskem e Petrobras, a parte da Ipiranga será distribuída entre os outros dois sócios, que pretendem fechar o capital da empresa.

Nesse ponto cabe uma ressalva quanto as restrições impostas pelo CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica, a respeito da gestão e operação da Copesul por parte da Petrobras e Braskem. Essas ressalvas serão analisadas em outro capítulo.

- (a) Ver quadro em anexo com os valores da transação.

Como última fase da aquisição, o Ultrapar incorporará todas as ações preferenciais e possíveis ações ordinárias que não tenham sido previamente alienadas da RIPI, DPPI e CBPI em troca de ações preferenciais de emissão da Ultrapar seguindo a seguinte relação:

| Incorporada | 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 |

Fonte: “Fato Relevante Aquisição Ipiranga” de 19/03/2007

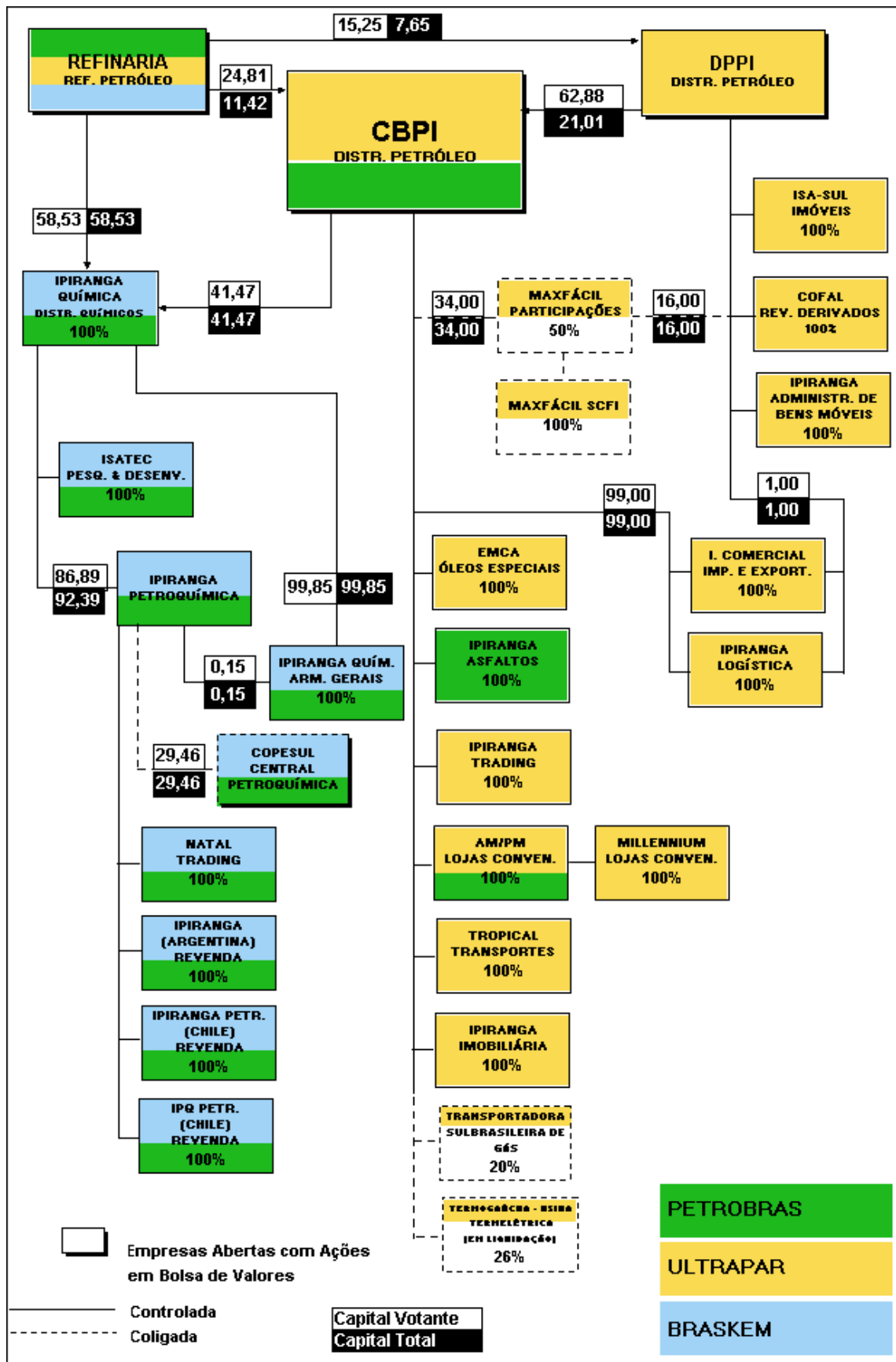
Dessa forma, a Ultrapar pretende facilitar o processo de reorganização societária, uma vez que a RIPI, DPPI e CBPI passarão a ser subsidiárias integrais da Ultrapar, e assim, concentrando todas as empresas em uma única empresa cotada na Bolsa de Valores. Isso permitirá o processo de segregação dos ativos que cada uma das empresas do consórcio será responsável.

O início desta segregação será a divisão do negócio de distribuição entre a Ultrapar e a Petrobras. A primeira ficará com os ativos de distribuição de combustíveis e lubrificantes localizados na região sul e sudeste, denominados “Ativos de distribuição Sul”. Já a Petrobras ficará com os “Ativos de distribuição Norte” que englobarão a distribuição de combustíveis e lubrificantes localizados na região Norte, Nordeste e Centro-Oeste.

A Petrobras e a Braskem dividirão os ativos petroquímicos representados pela Ipiranga Química S.A., Ipiranga Petroquímica S.A e pela participação desta na Copesul, na proporção de 60% para a Braskem e 40% para a Petrobras.

A refinaria e todos os seus ativos relacionados detidos pela RIPI serão compartilhados entre a Petrobrás, Ultrapar e Braskem igualmente. O controle será exercido pelas três empresas.

Ao final do processo, a divisão dos ativos do Grupo Ipiranga pode ser demonstrada como se segue:



Fonte: <http://www.ipiranga.com.br/cbpiRi.jsp?cod=rela>

4. A Avaliação.

Após a formulação do método de avaliação feita no capítulo dois estaríamos capacitados para, utilizando os dados públicos disponíveis, determinar o valor do grupo Ipiranga.

No entanto, uma avaliação deste porte e dos negócios envolvidos necessitaria de uma abordagem qualitativa acima dos recursos disponíveis para o autor. Dessa forma, procurei utilizar informações públicas previamente disponibilizadas e de confiança que facilitassem o desenvolvimento das conclusões do trabalho.

Como regra para a aquisição de qualquer empresa de capital aberto no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM obriga o comprador a realizar um estudo do valor econômico de mercado da empresa (o “*valuation*”). A Ultrapar contratou para o serviço de avaliação e produção de laudo relativo às ações do grupo Ipiranga e da própria Ultrapar o Deutsche Bank, pelo valor de três milhões de dólares americanos.

Com isso, reproduzirei aqui parte do conteúdo do laudo do Deutsche Bank, principalmente no que se refere ao desenvolvimento das variáveis chaves do modelo e dos resultados encontrados.

Dentre as premissas básicas da análise do Deutsche Bank, cabe ressaltar:

- Projeções de 10 anos
- Avaliação não leva em conta sinergias potenciais ^(a)
- “WACC em termos nominais de dólares americanos”
- “...fluxo de caixa convertido para dólares americanos com base na taxa média de câmbio projetada para cada ano”
- Perpetuidade calculada com base no modelo de crescimento constante

Cabe ressaltar que como a RIPI opera historicamente em seu ponto de equilíbrio, ou seja, apresenta fluxos de caixa iguais a zero, seu valor advém das participações acionárias nas outras empresas do grupo.

Na primeira parte do capítulo de metodologia, o encontro do custo médio ponderado de capital – WACC é o primeiro passo para a elaboração do processo de avaliação. Relembrando a fórmula:

- (a) Segundo Damodaran (2007), pág 372, “Sinergia é o valor adicional gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades às quais essas empresas não teriam acesso se atuassem de forma independente.”

$$WACC = \text{Custo do patrimônio líquido} \cdot \frac{PL}{PL + D} + \text{Custo da Dívida} \cdot \frac{D}{PL + D}$$

Onde: PL = Valor de mercado do patrimônio líquido

D = Valor de mercado da dívida

Onde,

$$\text{Custo do Patrimônio Líquido do ativo } i = \text{Taxa livre de risco} + \text{Beta}_i \cdot \text{Prêmio pelo risco do mercado}$$

Para as empresas CBPI, DPPI, Copesul e Ipiranga Petroquímica (IPQ) os betas encontrados foram respectivamente, 1,35, 1,36, 1,44, e 1,5.

A taxa livre de risco foi encontrada somando-se a taxa livre de risco dos títulos americanos (4,5%) mais um prêmio pelo risco-país (2% a.a.). O prêmio pelo risco de mercado histórico nos Estados Unidos foi definido em 7,1%. Todos esses valores são anuais.

Resolvendo a equação temos um custo do PL de 16,1% para a CBPI, 16,2% para a DPPI, 16,7% para a Copesul e 17,2% para a IPQ. O custo da dívida de cada uma das empresas ficou em 6,29%, 6,55%, 5,7% e 6,38% respectivamente.

A relação entre dívida e capital total, $\frac{D}{D + PL}$, para as empresas foi de 40% para a CBPI e DPPI e de 50% para a Copesul e IPQ. Com todos os parâmetros definidos, o custo do capital (WACC) ficou em 12,2% a.a. para a CBPI, 12,3% a.a. para a DPPI, 11,2% a.a. para a Copesul e 11,8% a.a. para a IPQ.

Como o modelo utilizado é o de crescimento em dois períodos, será necessária a utilização da fórmula,

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{1 + WACC} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC \cdot (1 + WACC)^n}$$

Seguem os quadros e dados referentes aos cálculos dos fluxos de caixa das empresas analisadas retirados do laudo do Deutsche Bank.

Premissas macroeconômicas

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Economia americana | E | E | E | E | E | E | E | E | E | E |
| Inflação ⁽¹⁾ | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Tesouro americano (US Treasury) ⁽¹⁾ | 4,5% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Economia brasileira | E | E | E | E | E | E | E | E | E | E |
| PIB – Crescimento real ⁽²⁾ | 3,5% | 3,7% | 3,6% | 3,4% | 3,3% | 3,1% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| PIB – Crescimento nominal | 7,4% | 7,8% | 7,2% | 7,0% | 6,9% | 6,7% | 6,6% | 6,6% | 6,6% | 6,6% |
| Crescimento da população brasileira ⁽³⁾ | 1,4% | 1,3% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| Inflação (IPCA) ⁽¹⁾ | 3,8% | 4,0% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |
| Selic (média) ⁽²⁾ | 12,2% | 11,1% | 10,0% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% |
| CDI ⁽²⁾ | 12,7% | 11,6% | 10,5% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Taxa de câmbio – final do período ⁽⁴⁾ | 2,18 | 2,29 | 2,32 | 2,36 | 2,39 | 2,43 | 2,46 | 2,5 | 2,54 | 2,57 |
| Taxa de câmbio – média | 2,16 | 2,24 | 2,31 | 2,34 | 2,38 | 2,41 | 2,45 | 2,48 | 2,52 | 2,56 |
| Desvalorização média do Real | (1,5%) | 3,7% | 3,0% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |

Fonte: *Deutsche Bank*

(1) Com base em consenso de mercado

(2) Consenso de mercado para 2007 e 2008. Com base em estimativas de mercado para 2009 em diante

(3) IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

(4) Consenso de mercado para 2007 e 2008. Paridade do Poder de Compra (PPP) fixa entre Brasil e EUA para 2009 em diante

i) Fluxos de caixa descontados:

- CBPI -

| | 2007E | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | PERP. |
|---|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1. EBIT | 90 | 106 | 122 | 142 | 164 | 251 | 268 | 298 | 340 | 361 | 379 |
| Crescimento anual | n.d. | 18,3% | 14,7% | 16,5% | 15,7% | 52,6% | 6,9% | 11,0% | 14,1% | 6,3% | 5,1% |
| (-) Impostos | (23) | (27) | (31) | (36) | (42) | (64) | (69) | (76) | (87) | (93) | (97) |
| Taxa efetiva de IR/CS | (25,6%) | (25,6%) | (25,6%) | (25,6%) | (25,6%) | (25,6%) | (25,6%) | (25,6%) | (25,6%) | (25,6%) | (25,6%) |
| 3. NOPLAT | 67 | 79 | 91 | 106 | 122 | 187 | 200 | 222 | 253 | 269 | 282 |
| (+) Depreciação e amortização | 41 | 47 | 52 | 60 | 69 | 78 | 86 | 84 | 73 | 84 | 83 |
| (-) Investimentos | (74) | (63) | (91) | (116) | (134) | (98) | (105) | (127) | (144) | (137) | (130) |
| (-) Variação do capital de giro operacional líquido | (8) | (46) | (55) | (58) | (61) | (37) | (50) | (51) | (52) | (59) | (61) |
| 4. FCFF | 27 | 17 | (3) | (8) | (4) | 130 | 131 | 128 | 130 | 156 | 174 |
| Crescimento anual | n.d. | (37,9%) | (120,4%) | 125,6% | (43,1%) | n.a. | 0,4% | (1,8%) | 1,1% | 20,1% | 11,5% |

Nota: Fluxo de Caixa anual em milhões de dólares americanos

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga; *Deutsche Bank*

| | | TEV (R\$ milhões) | | | | |
|------|-------|---|-------|-------|-------|-------|
| | | Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon) | | | | |
| | | 2,50% | 2,75% | 3,00% | 3,25% | 3,50% |
| WACC | 12,7% | 2.177 | 2.198 | 2.220 | 2.244 | 2.269 |
| | 12,4% | 2.269 | 2.292 | 2.317 | 2.344 | 2.373 |
| | 12,2% | 2.366 | 2.393 | 2.421 | 2.452 | 2.485 |
| | 11,9% | 2.471 | 2.501 | 2.533 | 2.568 | 2.606 |
| | 11,7% | 2.583 | 2.617 | 2.654 | 2.694 | 2.737 |

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga; *Deutsche Bank*

Os valores são aproximados e convertidos pelo Dólar Americano médio de cada ano. O valor total ficou em 2,4 bilhões de reais. Adicionalmente ao negócio de distribuição, a CBPI consolida os resultados das empresas AM/PM, IASA e EMCA, totalizando um valor de R\$ 2,7 bilhões.

- DPPI -

| | 2007E | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | PERP. |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1. EBIT | 29 | 34 | 35 | 37 | 39 | 41 | 44 | 48 | 55 | 58 | 63 |
| Crescimento anual | n.d. | 14,3% | 4,5% | 6,5% | 4,6% | 5,3% | 5,5% | 11,2% | 13,6% | 4,8% | 9,2% |
| (-) Impostos | (7) | (8) | (8) | (9) | (9) | (9) | (10) | (11) | (13) | (13) | (14) |
| Taxa efetiva de IR/CS | (22,8%) | (22,8%) | (22,8%) | (22,8%) | (22,8%) | (22,8%) | (22,8%) | (22,8%) | (22,8%) | (22,8%) | (22,8%) |
| 3. NOPLAT | 23 | 26 | 27 | 29 | 30 | 32 | 34 | 37 | 42 | 44 | 49 |
| (+) Depreciação e amortização | 8 | 9 | 10 | 10 | 11 | 12 | 13 | 11 | 8 | 9 | 19 |
| (-) Investimentos | (15) | (8) | (6) | (11) | (8) | (13) | (12) | (12) | (12) | (9) | (19) |
| (-) Variação do capital de giro operacional líquido | (12) | (13) | (13) | (12) | (10) | (11) | (11) | (12) | (12) | (13) | (14) |
| 4. Fluxo de Caixa Livre para a Companhia | 5 | 14 | 18 | 17 | 23 | 20 | 23 | 25 | 27 | 31 | 35 |
| Crescimento anual | n.d. | 199,4% | 28,0% | (6,2%) | 38,7% | (12,7%) | 14,0% | 6,4% | 7,7% | 18,4% | 11,1% |

Nota: Fluxo de Caixa anual em milhões de dólares americanos

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga e Deutsche Bank

| | | TEV (R\$ milhões) | | | | |
|------|-------|---|-------|-------|-------|-------|
| | | Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon) | | | | |
| | | 2,50% | 2,75% | 3,00% | 3,25% | 3,50% |
| WACC | 12,8% | 514 | 520 | 526 | 532 | 539 |
| | 12,6% | 532 | 538 | 545 | 552 | 560 |
| | 12,3% | 551 | 558 | 566 | 574 | 582 |
| | 12,1% | 572 | 579 | 588 | 597 | 606 |
| | 11,8% | 593 | 602 | 611 | 621 | 632 |

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$. Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga; Deutsche Bank

O valor dos ativos operacionais da DPPI ficou em R\$ 566 milhões. Adicionalmente, devemos incluir R\$ 140 milhões da Isa-Sul, levando o valor dos ativos operacionais a R\$ 706 milhões.

- Copesul -

| | 2007E | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | PERP. |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1. EBIT | 402 | 294 | 273 | 228 | 231 | 315 | 365 | 454 | 521 | 488 | 374 |
| Crescimento anual | (3,6%) | (26,9%) | (6,9%) | (16,5%) | 1,1% | 36,6% | 15,6% | 24,6% | 14,6% | (6,4%) | 2,0% |
| (-) Impostos | (132) | (96) | (90) | (75) | (76) | (103) | (119) | (149) | (171) | (160) | (122) |
| Taxa efetiva de IR CS | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) |
| 3. NOPLAT (+) | 270 | 198 | 184 | 154 | 155 | 212 | 245 | 306 | 350 | 328 | 251 |
| Depreciação e amortização | 109 | 107 | 105 | 105 | 45 | 8 | 9 | 11 | 12 | 13 | 31 |
| (-) Investimentos | (26) | (26) | (27) | (27) | (28) | (28) | (29) | (29) | (30) | (30) | (31) |
| (-) Variação do capital de giro operacional líquido | 24 | 41 | 4 | 17 | (5) | (42) | (26) | (45) | (35) | 10 | 0 |
| 4. FCFF | 378 | 319 | 266 | 248 | 169 | 150 | 199 | 242 | 297 | 321 | 251 |
| Crescimento anual | n.d. | (15,5%) | (16,6%) | (6,6%) | (32,2%) | (11,2%) | 33,1% | 21,3% | 23,0% | 7,9% | (21,6%) |

Nota: Fluxo de Caixa anual em milhões de dólares americanos

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga; *Deutsche Bank*

| | | TEV (R\$ milhões) | | | | |
|------|-------|---|---------|-------|-------|-------|
| | | Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon) | | | | |
| | | (0,50%) | (0,25%) | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| WACC | 11,7% | 5.288 | 5.334 | 5.383 | 5.434 | 5.488 |
| | 11,5% | 5.404 | 5.454 | 5.506 | 5.561 | 5.619 |
| | 11,2% | 5.526 | 5.580 | 5.635 | 5.695 | 5.758 |
| | 11,0% | 5.655 | 5.712 | 5.773 | 5.837 | 5.905 |
| | 10,7% | 5.790 | 5.852 | 5.918 | 5.987 | 6.061 |

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$.

Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga; *Deutsche Bank*

A Copesul apresenta um valor de R\$ 5,6 bilhões de reais. A Ipiranga é dona de 29,5% da empresa.

- IPQ -

| | 2007E | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | Perp. |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1. EBIT | 402 | 294 | 273 | 228 | 231 | 315 | 365 | 454 | 521 | 488 | 374 |
| Crescimento anual | (3,6%) | (26,9%) | (6,9%) | (16,5%) | 1,1% | 36,6% | 15,6% | 24,6% | 14,6% | (6,4%) | 2,0% |
| (-) Impostos | (132) | (96) | (90) | (75) | (76) | (103) | (119) | (149) | (171) | (160) | (122) |
| Taxa efetiva de IR CS | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) | (32,8%) |
| 3. NOPLAT | 270 | 198 | 184 | 154 | 155 | 212 | 245 | 306 | 350 | 328 | 251 |
| (+) Depreciação e amortização | 109 | 107 | 105 | 105 | 45 | 8 | 9 | 11 | 12 | 13 | 31 |
| (-) Investimentos | (26) | (26) | (27) | (27) | (28) | (28) | (29) | (29) | (30) | (30) | (31) |
| (-) Variação do capital de giro operacional líquido | 24 | 41 | 4 | 17 | (5) | (42) | (26) | (45) | (35) | 10 | 0 |
| 4. FCFE | 378 | 319 | 266 | 248 | 169 | 150 | 199 | 242 | 297 | 321 | 251 |
| Crescimento anual | n.d. | (15,5%) | (16,6%) | (6,6%) | (32,2%) | (11,2%) | 33,1% | 21,3% | 23,0% | 7,9% | (21,6%) |

Nota: Fluxo de Caixa anual em milhões de dólares americanos

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga, *Deutsche Bank*

| | | TEV (R\$ milhões) | | | | |
|------|-------|---|---------|-------|-------|-------|
| | | Crescimento na Perpetuidade ^(a) (Modelo de Gordon) | | | | |
| | | (0,50%) | (0,25%) | 0,00% | 0,25% | 0,50% |
| WACC | 12,3% | 1.375 | 1.385 | 1.394 | 1.405 | 1.416 |
| | 12,0% | 1.402 | 1.412 | 1.423 | 1.434 | 1.445 |
| | 11,8% | 1.430 | 1.441 | 1.452 | 1.464 | 1.477 |
| | 11,5% | 1.460 | 1.471 | 1.484 | 1.496 | 1.510 |
| | 11,3% | 1.491 | 1.503 | 1.516 | 1.530 | 1.545 |

(a) Valor Presente Líquido e perpetuidade calculados em US\$.

Valores convertidos para Reais a 2,14 R\$/US\$

Fonte: Com base em informações da companhia, confirmadas pela administração da Ipiranga; *Deutsche Bank*

A Ipiranga Petroquímica apresenta um valor de R\$ 1,45 bilhão.

(ii) Resumo das Avaliações:**- CBPI -**

| Valor Econômico | | | | |
|--------------------------------------|-----------------|-------------------------|--------------|------------------------|
| (R\$ milhões) | 100% TEV | TEV Proporcional | | |
| Copesul | 5.635 | 29,46% | 1.660 | (1) |
| IPQ Operacional | 1.452 | 100,00% | 1.452 | (2) |
| 100% IPQ S.A. | | | 3.112 | (3) = (1) +(2) |
| IPQ S.A. | 3.112 | 92,39% | 2.875 | (4) = (3) x (%) |
| IQ Operacional | 176 | 100,00% | 176 | (5) |
| 100% IQ S.A. | | | 3.051 | (6) = (4) + (5) |
| IQ S.A. | 3.051 | 41,47% | 1.265 | (7) = (6) + (%) |
| CBPI Operacional | 2.764 | 100,00% | 2.764 | (8) |
| CBPI - Valor Total da Empresa | | | 4.029 | (9) = (7) + (8) |
| (-) dívida líquida | | | (1.021) | |
| CBPI - Equity value | | | 3.008 | |
| Número total de ações (milhões) | | | 106,0 | |
| Preço por ação (R\$ por ação) | | 26,97 | 28,39 | 29,81 |
| | | -5% | | 5% |

Nota: Valores em R\$ milhões, exceto se mencionado em contrário

Fonte: ICBPI e Deutsche Bank

- DPPI -

| Valor Econômico | | | | |
|--------------------------------------|-----------------|-------------------------|--------------|--------------|
| (R\$ milhões) | 100% TEV | TEV Proporcional | | |
| CBPI | 4.029 | 21,01% | 847 | |
| DPPI Com. Oper. | 706 | 100,00% | 706 | |
| DPPI - Valor Total da Empresa | | | 1.552 | |
| (-) dívida líquida | | | (168) | |
| DPPI - Equity value | | | 1.385 | |
| Número total de ações | | | 32,0 | |
| Preço por ação (R\$ por ação) | | 41,11 | 43,28 | 45,44 |
| | | -5% | | 5% |

Nota: Valores em R\$ milhões, exceto se mencionado em contrário

Fonte: Informações da DPPI e Deutsche Bank

- RIPI –

| Valor Econômico | | | |
|--------------------------------------|-----------------|-------------------------|--------------------|
| (R\$ milhões) | 100% TEV | TEV Proporcional | |
| IQ S.A. | 3.051 | 58,53% | 1.786 |
| CBPI S.A. | 4.029 | 11,42% | 460 |
| DPPI S.A. | 1.552 | 7,65% | 119 |
| RIPI Operacional | 9 | 100,00% | 9 |
| RIPI – Valor Total da Empresa | | | 2.373 |
| (-) dívida líquida | | | (765) |
| RIPI – Equity value | | | 1.609 |
| Número total de ações | | | 29,6 |
| Preço por ação (R\$ por ação) | | 51,63 | 54,35 57,06 |
| | | -5% | 5% |

Nota: Valores em R\$ milhões, exceto se mencionado em contrário

Fonte: Informações da RIPI e Deutsche Bank

Ao final, todas as ações foram avaliadas com uma margem de cinco por cento a mais e a menos do valor encontrado, de acordo com a exigência da resolução nº. 361/02 da CVM. Os preços podem ser resumidos como se segue:

| Intervalo do preço por ação com base no valor econômico (R\$ por ação) | | | |
|---|------------|---------------------------------|------------|
| | -5% | Ponto médio do intervalo | +5% |
| CBPI | 26,97 | 28,39 | 29,81 |
| DPPI | 41,11 | 43,28 | 45,44 |
| RIPI | 51,63 | 54,35 | 57,06 |

Fonte: Deutsche Bank – Laudo de Avaliação Ultrapar

Os preços ofertados aos acionistas pelo consórcio comprador foram:

| 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 |

Fonte: www.ipiranga.com.br

Se compararmos os preços estipulados pela análise econômica com os preços pagos aos detentores de ações ordinárias das empresas em análise, encontraremos um

ágio médio de 120% sobre o valor das ações não vinculadas. Em compensação, o valor das ações preferenciais apresentou um deságio médio de 30% em relação aos preços das análises do Deutsche Bank.

O ágio pode ser definido como prêmio pelo controle das ações da empresa. Esse prêmio leva em consideração as expectativas dos compradores de aproveitarem possíveis melhores das condições gerenciais, mercadológicas ou de acesso a recursos não disponíveis anteriormente a compra, como fatores que possibilitarão um fluxo de caixa futuro maior do que os projetados. Ou seja, esperam que o negócio proporcione sinergias. A avaliação do Deutsche Bank não levou em consideração essas sinergias. Segundo Damodaran (2007), “freqüentemente prometida e raramente entregue” a sinergia é uma das questões mal resolvidas na avaliação de empresas e proporciona o arcabouço para o pagamento de bilhões em prêmios pela aquisição de uma empresa.

Em linha com o pensamento de Aswath Damodaran, a menos que os fluxos futuros aumentem de forma substancial devido as sinergias, o preço pago aos detentores de ações ordinárias das empresas do grupo Ipiranga foram muito acima do valor justo.

5. Os acionistas, as Empresas e o Mercado

Conforme analisado no capítulo anterior, o preço pago aos detentores de ações ordinárias do grupo Ipiranga foi, a princípio, muito acima do valor da análise econômica realizado pelo Deutsche Bank. Além disso, o deságio dos papéis preferenciais fez com que (i) as ações ordinárias tivessem um aumento expressivo enquanto as ações preferenciais caíram no primeiro dia útil após o anúncio e (ii) houvesse um subsídio aos papéis ordinários pelos papéis preferenciais. Isso resultou grandes perdas aos detentores de ações preferenciais em detrimento dos ordinários.

Ademais, a análise econômica da empresa resultou em um valor para o grupo de aproximadamente R\$ 4,6 bilhões, enquanto o valor estimado a ser pago pelo consórcio comprador está em R\$ 5,5 bilhões. Essa diferença revela as expectativas sobre as sinergias futuras pela aquisição da empresa. Mas como foi ressaltado anteriormente, essas sinergias não são fáceis de serem obtidas. Dessa forma, as ações das empresas adquirentes podem perder valor e piorar a situação de seus acionistas. Outro ponto importante para os acionistas será a análise do CADE quanto a concentração de mercado e possíveis perdas para a concorrência.

Após a distribuição de todos os ativos envolvidos no processo de aquisição, as empresas sairão em diferentes cenários no mercado nacional. A Petrobras ao assumir os ativos de distribuição do Norte, Nordeste e Centro-Oeste aumentará ainda mais sua participação no mercado, que no ano de 2006 estava em 41,2% segundo dados do SINDICOM (Sindicato Nacional das Empresas Distribuidoras de Combustíveis e Lubrificantes). Além disso, expande sua participação no setor petroquímico assumindo 40% de todos os ativos da Ipiranga nesse setor.

A Braskem adquire o restante da participação da Ipiranga no setor petroquímico incluindo a Copesul e se torna líder na produção de polietileno, propeno e eteno resultantes da primeira e segunda geração da cadeia produtiva do setor.

Já a Ultrapar adquire um novo ramo de negócio, a distribuição de combustíveis e lubrificantes, com a aquisição dos ativos de distribuição no sul e sudeste. Esse novo ramo de atuação vem complementar os negócios de distribuição de GLP, da qual é líder no mercado nacional, logística de produtos especiais e produção de óxido de eteno e

derivados, sendo a maior produtora da América Latina. Com a aquisição, a empresa ingressa no mercado como segunda colocada em volume distribuído, atrás apenas da Petrobras.

As três empresas em conjunto, se comprometeram a manter a refinaria do grupo Ipiranga em atividade. Contudo, ela não é de grande relevância para nenhuma das empresas e muito menos para a Petrobras que conta com suas próprias refinarias. Outrossim, ela historicamente vem operando em seu ponto de equilíbrio, não sendo fonte portanto de receitas extras para nenhuma das companhias.

Neste contexto, o mercado brasileiro de distribuição e produção de derivados de petróleo se consolida. Segundo instrução normativa do CADE as empresas estão sujeitas as seguintes restrições na condução dos negócios adquiridos:

“(i) vedar à Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, ou à qualquer uma de suas controladas e coligadas, participar da deliberação, negociação, discussão e reunião, a qualquer pretexto, que tratem de aspectos comerciais e estratégicos da Copesul – Companhia Petroquímica do Sul, bem como requerer, na qualidade de acionista, documentos, papéis e informações que tratem, ainda que de forma indireta, das decisões tomadas nessa esfera;

(ii) vedar à Braskem S.A., ou à qualquer uma de suas controladas e coligadas, participar da deliberação, negociação, discussão e reunião, a qualquer pretexto, que tratem de aspectos comerciais e do desenvolvimento dos negócios da Ipiranga Química S.A. e da Ipiranga Petroquímica S.A. adquiridos – exceto dos ativos de que trata o item i – bem como requerer, na qualidade de acionista, documentos, papéis e informações que tratem, ainda que de forma indireta, das decisões tomadas nessas esferas;

(iii) que os ativos petroquímicos do Grupo Ipiranga – exceto dos ativos de que trata o item i e os relacionados – e os ativos Petrobras referidos no item (b) acima permaneçam em unidade juridicamente independente, incluindo a manutenção da linha de produtos, marca e de rede própria de distribuição;

(iv) que as decisões relativas ao desenvolvimento de negócios da Copesul – Companhia Petroquímica do Sul preservem o valor econômico dos ativos petroquímicos de que trata o item ii;

(v) vedar à Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, ou à qualquer uma de suas controladas e coligadas, participar da deliberação, negociação, discussão e reunião, a qualquer pretexto, que tratem de aspectos comerciais e estratégicos relacionados ao negócio de distribuição de combustíveis adquirido;

(vi) com relação aos itens (i), (ii), (v) que o gestor independente que vier a ser constituído, o faça de modo a preservar as relações concorrenciais previamente existentes à operação; ”

Estas restrições têm como característica a tentativa de conservação dos mercados consumidores e do ambiente competitivo de mercado. Entretanto ainda são incertas as conseqüências futuras dessa negociação, e os mecanismos de controle devem ficar atentos.

6. Conclusões

Dentro desse trabalho pretendi demonstrar as importantes conseqüências da aquisição do grupo Ipiranga pela Petrobrás, Ultrapar e Braskem. A partir desse objetivo observei o extremo cuidado necessário na hora de escolher entre ações de uma empresa. Como no caso em questão, os detentores de ações preferenciais da Ipiranga foram profundamente afetados pela política de aquisição do consórcio comprador. Enquanto os detentores de ações ordinários receberam um vultoso prêmio sobre o valor de compra das ações, em relação ao preço analisado no laudo do Deutsche Bank, os preferencialistas receberam um valor com deságio.

Ademais, os adquirentes irão pagar em prêmio sobre o valor da empresa, um total de aproximadamente R\$ 900 milhões. Esse valor reflete em muito as expectativas dos compradores sobre os futuros fluxos que o negócio trará. Outro ponto é se esses fluxos realmente serão incrementados ou não. Dessa forma, os acionistas da Petrobras, Ultrapar e Braskem devem ter muito cuidado na avaliação desses fluxos futuros para não terem perda de valor em suas ações.

As empresas após a aquisição se fortaleceram no mercado nacional. Todas tiveram significativos ganhos potenciais, ou na exploração de novas áreas de atuação, ou no aumento da participação dos mercados em que cada uma atuava.

Apesar de muito propagado pelas empresas da negociação, o benefício aos mercados consumidores em que operava a Ipiranga não necessariamente estarão em melhores condições. A Petrobrás expande ainda mais sua posição, que no ano de 2006 alcançou 41,2% na distribuição de combustíveis. A Braskem assume a liderança na produção de inúmeros produtos petroquímicos básicos e consolida sua posição em outras companhias como a Copesul. Apesar de entrar em um novo segmento, a Ultrapar expande sua atuação na distribuição de derivados de petróleo e gás, reforçando a concentração de insumos energéticos.

Os órgãos de defesa da concorrência devem ficar atentos a qualquer tentativa de abuso de poder econômico que possa existir a partir dessas consolidações.

Em suma, o processo de aquisição gerou, como muitas vezes em economia, ganhadores e perdedores, mas a magnitude da operação demonstra mais uma vez a convergência do país rumo ao amadurecimento das relações econômicas e da estabilidade da economia nacional.

BIBLIOGRAFIA

- DAMODARAN, Aswath. Avaliação de empresas. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 464 p. ISBN 978-85-7605-105-3

- GALPIN, Timothy J.; Herdon, Mark. The complete guide to mergers and acquisitions: process tools to support M&A integration at every level. 2nd ed. San Francisco: Jossey – Bass, 2007, 318 p. ISBN 978-0-7879-9460-0

- ERNST & YOUNG. Guia de Ernst & Young para Administração de Fusões e Aquisições. São Paulo: Record 1992

- CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) – www.cade.gov.br

- Ipiranga – www.ipiranga.com.br

- Petrobras – www.petrobras.com.br

- Ultrapar – www.ultra.com.br

- Braskem – www.braskem.com.br

- Suzano Petroquímica – www.suzanopetroquimica.com.br

- O Globo – www.oglobo.com.br

- Valor Econômico – www.valor.com.br

- Folha de São Paulo – www.folha.uol.com.br

- SINDICOM (Sindicato Nacional das Empresas Distribuidoras de Combustíveis e Lubrificantes) – www.sindicom.com.br

- CVM (Comissão de Valores Mobiliários) – www.cvm.com.br

ANEXO I

Cálculo do valor estimado da aquisição sobre o preço ofertado pelos adquirentes, pressupondo-se que todos os acionistas aceitem o preço de troca. Cabe ressaltar que, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, determinou que o preço ofertado aos detentores de ações ordinárias da empresa fosse reajustado de R\$ 58,10 para R\$ 64,63.

| | Tipo de Ação | Quantidade | Valor | Total |
|------|-------------------------|------------|-----------|-----------------------------|
| DPPI | Ordinária vinculada | 7.409.987 | 140,08671 | R\$ 1.038.040.699,97 |
| | Ordinária não vinculada | 1.663.620 | 112,06937 | R\$ 186.440.845,32 |
| | Preferenciais | 20.478.571 | 29,57 | R\$ 605.551.344,47 |
| | | | | R\$ 1.830.032.889,76 |
| RIPI | Ordinária vinculada | 6.607.978 | 132,85184 | R\$ 877.882.035,98 |
| | Ordinária não vinculada | 3.374.422 | 106,28147 | R\$ 358.638.530,56 |
| | Preferenciais | 19.617.593 | 38,93 | R\$ 763.712.895,49 |
| | | | | R\$ 2.000.233.462,03 |
| CBPI | Ordinária vinculada | 1.344.491 | 58,1 | R\$ 78.114.927,10 |
| | Ordinária não vinculada | 3.013.918 | 64,63 | R\$ 194.789.520,34 |
| | Preferenciais | 67.230.702 | 20,55 | R\$ 1.381.590.926,10 |
| | | | | R\$ 1.654.495.373,54 |
| | | | | R\$ 5.484.761.725,33 |

Fonte: www.ipiranga.com.br