

São Paulo, 22 de junho de 2004.

À
Bunge Participações Ltda.
Av. Maria Coelho Aguiar, 215 – Bloco D – 5º andar
São Paulo – SP

C.C.: Bunge Brasil S.A.
Sr. Milton Notrispe
Diretor de Relações com Investidores

Em 14 de junho de 2004, o Bradesco Templeton Asset Management Ltda. titular de 4.84% das ações em circulação no mercado de emissão da Bunge Brasil S.A. (“Companhia”), enviou à Companhia pedido para convocação de Assembléia Especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, conforme o artigo 4º-A da Lei nº 6.404/76 (“Pedido”), fundamentado em uma análise do laudo de avaliação (“Laudo”) elaborado pelo Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston S.A. (“CSFB” ou “Avaliador”) para os fins previstos na Instrução CVM nº 361/02 e arquivado na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 28 de maio de 2004.

O CSFB vem através da presente prestar esclarecimentos adicionais sobre os pontos levantados no Pedido.

1) Conflito de Interesse

O Pedido aponta que o “Escopo do Laudo de Avaliação e Responsabilidades” do Laudo inclui limites à atuação e responsabilidades do avaliador que não são compatíveis com os objetivos da CVM, transcrevendo trechos da referida seção do Laudo, e questiona se a utilização de projeções baseadas na opinião de membros da administração torna a avaliação não “independente”.

Os limites à atuação e responsabilidades do avaliador independente indicados no Laudo estão em linha com a prática de mercado observada nos últimos laudos de avaliação emitidos pelo CSFB e por outras instituições independentes e aceitos pela CVM.

Transcrevemos abaixo trechos extraídos de laudos de avaliação de outras instituições financeiras, que corroboram a linha adotada pelo CSFB em relação aos limites de atuação e responsabilidades do Avaliador:

Este laudo de avaliação foi preparado pelo Itaú BBA com base em informações públicas disponíveis e informações fornecidas por administradores da Atlas Schindler e da Administração e Comércio Jaguar Ltda. (“Ofertante”, em conjunto com a Atlas Schindler, “Companhias”). Não há garantias por parte do Itaú BBA de que tais informações sejam corretas e completas.

*Laudo de Avaliação da Elevadores Atlas Schindler S.A.
elaborado pelo Banco Itaú BBA SA em 04 de abril de 2003.*

As informações contidas no presente documento foram obtidas junto a AmBev, Interbrew, Labatt e outras fontes. Todas as estimativas e projeções aqui contidas foram elaboradas ou

adotadas pelos administradores de AmBev, Interbrew e Labatt ou obtidas de fontes públicas de informação, ou são baseadas em tais estimativas e projeções, e envolvem diversos julgamentos relevantes de natureza subjetiva, de forma que não há qualquer garantia de que tais estimativas e projeções se materializarão. Citigroup não se responsabiliza por tais estimativas e projeções ou pelos fundamentos segundo os quais as mesmas foram preparadas. Nenhuma declaração ou garantia, expressa ou tácita, é feita no tocante à veracidade ou integridade das informações aqui contidas, e nada contido neste documento será interpretado ou entendido como sendo uma declaração quanto ao presente, passado ou futuro.

*Laudo de Avaliação da Ambev S.A.
elaborado pelo Citigroup em 27 de fevereiro de 2004.*

“A Avaliação foi preparada com base em informações fornecidas pelos administradores da Rhodia e em outras informações públicas disponíveis. As estimativas e projeções aqui contidas, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos (incluindo projeções de receitas, despesas, lucro operacional ou lucro líquido) foram baseadas na opinião de membros da administração da Rhodia, as quais o BofA assume que foram razoavelmente elaboradas de boa-fé a partir de premissas capazes de refletir as melhores estimativas atualmente disponíveis. O BofA não realizou e não recebeu nenhuma avaliação independente dos ativos e passivos da Rhodia e não verificou, de forma independente, as informações aqui contidas, não assumindo responsabilidade por sua veracidade”

*Laudo de avaliação da Rhodia Ster S.A
elaborado pelo Bank of America em 14 de março de 2003.*

No entanto, é importante enfatizar que o fato das premissas adotadas terem sido desenvolvidas a partir de premissas elaboradas pelos membros da administração das companhias não desqualifica o caráter de independência de uma avaliação.

Todas as premissas fornecidas pela administração das companhias avaliadas foram exaustivamente discutidas e questionadas pelos profissionais do CSFB junto aos membros da administração durante processo de diligência, a fim de verificar a coerência delas com o desempenho histórico e outras informações públicas disponíveis.

Por fim, destacamos que o CSFB segue um rigoroso processo de avaliação de empresas estabelecido pelo seu Comitê Global de Banco de Investimentos, o qual foi adotado na elaboração do presente Laudo.

2) Análise de Múltiplos de Empresas Comparáveis

O Pedido indica que a análise de múltiplos de P/L de empresas brasileiras e estrangeiras sugere um desconto de 51,6%, enquanto o desconto aplicado na avaliação através de EV/Ebitda é de 20%. O Pedido aponta ainda que a linha de raciocínio adotada no Laudo induz a erro e justifica tal afirmação alegando que ao replicar-se o desconto do múltiplo P/L para o múltiplo EV/EBITDA, estaria-se penalizando de forma excessiva o “valor de mercado” (sic) da companhia pois “o numerador do indicador P/L inclui tão somente o valor de mercado da companhia” enquanto o numerador do EV/EBITDA “inclui, além do valor de mercado da companhia, a dívida da companhia” tomada “por seu valor de face, atual ou projetado”. O Pedido menciona que o Laudo não inclui projeção de lucro líquido, o que não permite aos acionistas compararem diretamente o múltiplo da Companhia com o das demais empresas apresentadas.

Inicialmente, é importante destacar que as análises de múltiplos de empresas e transações comparáveis foram incluídas na avaliação apenas para servir como referência aos resultados da **avaliação por fluxo de caixa descontados (FCD), tendo o CSFB julgado ser este método o mais adequado para a avaliação da Companhia.**

É incorreta a afirmação de que o desconto aplicado de 20% sobre o múltiplo EV/EBITDA compara-se ao desconto observado entre os indicadores P/L das empresas brasileiras e estrangeiras. A demonstração do desconto do múltiplo P/L teve como único objetivo evidenciar o fato que as empresas brasileiras são negociadas com desconto em relação às empresas americanas.

Conforme descrito no Apêndice 1 do Laudo de Avaliação, a falta de empresas comparáveis com as mesmas características operacionais da Bunge Fertilizantes e da Bunge Alimentos no mercado acionário brasileiro remeteu-nos à busca de referências com maior semelhança em outros mercados.

Evidências empíricas comprovam que ações de companhias brasileiras são negociadas a múltiplos inferiores a de seus pares em mercados desenvolvidos, em função dos riscos inerentes à economia brasileira, que estão refletidos no investimento em ativos brasileiros. Com base nesse raciocínio, selecionamos empresas americanas comparáveis aos negócios de fertilizantes e de alimentos da Bunge Brasil e aplicamos um desconto sobre seus múltiplos de negociação, tendo como objetivo ajustá-los para a realidade brasileira.

Existem várias discussões acerca do desconto implícito dos múltiplos de EV/EBITDA que as companhias brasileiras são negociadas. Evidências empíricas, a partir de médias setoriais, e a prática de mercado apontam para um intervalo entre 20% e 30%, porém não há cálculos equivalentes para índices agregados, como existe o cálculo do P/L para o S&P.

É inclusive por esta razão, que deixamos a avaliação por múltiplos apenas como teste de consistência ao invés de adotar essa análise como a metodologia primária de avaliação da Companhia.

Vale ainda ressaltar que os múltiplos adotados no Laudo para a avaliação de cada uma das empresas consideradas com base neste critério, ficou acima dos múltiplos de negociação das empresas Brasileiras operantes nos setores mais próximos aos respectivos setores de atuação das companhias (que sejam, os de consumo e mineração), bem como da média das empresas abertas que integram o índice Bovespa.

3) Juros sobre capital próprio

O Pedido alega que “a legislação brasileira prevê a utilização do Juros sobre o Capital Próprio (JCP) como um mecanismo de redução do lucro tributável” e pelo fato de ele não estar “atrelado ao endividamento”, a redução da carga fiscal por conta do pagamento de JCP não está refletida no WACC apresentado no Laudo. O Pedido aponta que a Companhia pagou R\$78 milhões em juros sobre capital próprio sobre os resultados do exercício de 2003.

Vale lembrar que o pagamento dos juros sobre capital próprio é maximizado no caso da alíquota de imposto de renda da empresa ser igual a alíquota marginal (alíquota cheia), o que não é o caso em questão, em função da existência benefícios fiscais que reduzem a carga tributária da empresa.

Além disso, devemos considerar que, pelo fato da Bunge Brasil ser uma holding pura, os juros sobre o capital próprio recebidos da Bunge Fertilizantes e da Bunge Alimentos sofrem incidência da alíquota de 9,25% de PIS e COFINS.

Tendo em vista o exposto acima, não consideramos a utilização dos juros sobre capital próprio como mecanismo de distribuição de dividendos uma vez que o impacto no valor da Companhia não é material.

4) VPL dos benefícios fiscais

O Pedido alega que aplicando-se as premissas das demonstrações contábeis sobre a expectativa de realização dos benefícios fiscais (10 anos para o ágio e 5 anos para os demais benefícios fiscais) sobre os valores citados no Laudo, juntamente com uma taxa de desconto de 16,5%, chegou-se a um valor superior aos US\$77 milhões mencionados pelos avaliadores. O Pedido sugere que o avaliador deva mostrar como chegou no número, incluindo tabela com projeção de uso dos benefícios fiscais.

O cálculo do valor presente dos benefícios fiscais utilizou os saldos do prejuízo fiscal e as bases negativas de contribuição social da Bunge Alimentos e da Bunge Fertilizantes fornecidos pela administração de ambas as companhias em 31/03/2004, tendo sido utilizados para abatimento do pagamento do imposto de renda e contribuição social conforme lucro projetado a partir das projeções de fluxo de caixa.

Esses saldos são utilizados em 6 anos no caso da Bunge Alimentos e em 1 ano no caso da Bunge Fertilizantes.

O valor presente do ágio contábil advindo da aquisição de controladas são amortizados em 10 anos conforme política da Companhia.

5) Custo da dívida no cálculo do WACC

O Pedido argumenta que “pela natureza do seu negócio, a Bunge Brasil tem acesso a taxas de captação bem abaixo de outras empresas brasileiras” e toma por base as demonstrações financeiras publicadas em 31 de março de 2004 para chegar a um “custo efetivo de endividamento de 6,1% ao ano, em termos reais” (cálculos não demonstrados). Repetindo o mesmo exercício para as demonstrações contábeis de 31 de dezembro de 2002 e 2003, o Pedido alega que encontrou taxas de 6,8% e 7,0% respectivamente, “demonstrando a sustentabilidade deste baixo custo de capital de terceiros” e compara tais valores com a taxa de 9,5% (antes de impostos) utilizada no Laudo e alega que “para efeitos de avaliação da companhia, não se pode ignorar o acesso a fontes de capital de baixo custo, inclusive os chamados ‘empréstimos permanentes’, uma vez que são parte integrante do negócio”.

O CSFB identificou **um erro** no Pedido em relação ao questionamento sobre o custo da dívida apresentado no Laudo, ao comparar taxas que estão apresentadas em bases diferentes, e que portanto são incomparáveis sem a realização de ajuste prévio (termos reais versus termos nominais).

O Pedido calcula um custo de dívida com em base demonstrações financeiras históricas da Companhia em termos constantes como sendo entre 6% e 7% e compara com a taxa adotada no Laudo de 9,5% que está apresentada em termos nominais. Se transformarmos o custo da dívida de 9,5%, em termos nominais conforme apresentado no Laudo, em

termos constantes, o custo de capital de terceiros cai para aproximadamente **6,8%, ou seja em linha com o intervalo apresentado no Pedido.**

Adicionalmente, é importante enfatizar que **conforme sugerido no próprio Pedido**, a forma mais correta de calcular o custo da dívida de capital de terceiros é considerar a taxa marginal de captação de recursos de terceiros, ou seja, a taxa pelas quais as companhias seriam capazes de emitir um novo título de longo prazo no mercado. Nesse caso, o custo nominal de 9,5% está em linha com o de recentes emissões externas de empresas brasileiras.

Diante do exposto, reiteramos nosso entendimento no sentido de que o Laudo representa adequadamente o preço justo das ações de emissão da Companhia.

Sendo o que tínhamos para apresentar, permanecemos à sua disposição para quaisquer outros esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

José Olympio Pereira
Managing Director