

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 15 de junho de 2004, 25 acionistas minoritários (“Acionistas”), detentores de 10,31% das ações em circulação no mercado de emissão da Bunge Brasil S.A. (“Companhia”) e representados pelo Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados, entregaram 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.

Baseado em uma série de argumentos, o Pedido sugere que o preço oferecido de R\$6,22 por ação subestima o valor justo da Companhia.

O CSFB vem através da presente prestar esclarecimentos adicionais sobre metodologia e premissas utilizadas na elaboração do Laudo e comentar os argumentos apresentados no Pedido.

1) Produção e Exportação de Soja e Derivados

O Pedido contesta a projeção de produção de soja no Brasil para o período de 2004-2013 apresentada no Laudo, apresentando as estimativas publicadas pelo Departamento de Agricultura dos EUA (USDA), extraídas do relatório “USDA Agricultural Baseline Projections to 2013”, de fevereiro de 2004, e comparando-as com as estimativas do Laudo. O Pedido indica que ao aplicar-se o market share estimado no Laudo para 2013 sobre a produção de soja estimada pelo USDA, chegaria-se a uma diferença da ordem de 15 milhões de toneladas para o ano de 2013, sugerindo que o Laudo esteja subestimando as vendas de soja no longo prazo.

Safra Brasileira de Soja

(milhões de toneladas)

	2003A	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Premissa CSFB	51.1	49.0	62.0	65.7	69.7	73.8	76.1	78.3	80.7	83.1	85.6
Varição		(4.1%)	26.5%	6.0%	6.1%	5.9%	3.1%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%
Premissa USDA	60.0	57.8	64.8	69.3	74.1	78.2	82.6	87.0	91.1	96.3	100.6
Varição		(3.7%)	12.1%	6.9%	6.9%	5.5%	5.6%	5.3%	4.7%	5.7%	4.5%

Fonte: Pedido.

Comparação com as Projeções do USDA

Em relação à comparação das premissas utilizadas no Laudo com aquelas referidas no Pedido, baseadas nas projeções do Departamento de Agricultura dos EUA ("USDA"), o CSFB observa que o Pedido apresenta as projeções do USDA publicadas no relatório de fevereiro de 2004, denominado "USDA Agricultural Baseline Report"¹.

No entanto, o próprio USDA em seu relatório mais recente, "Oilseed: World Market and Trade", publicado **em junho de 2004, revisou substancialmente suas estimativas** em relação àquelas apresentadas anteriormente e referendadas no Pedido, inclusive no que se refere à safra realizada no ano de 2002/03, ou seja ao ponto de partida para as projeções futuras:

- **A produção de soja no Brasil na safra de 2002/03 foi revisada para baixo passando de 60,0 milhões para 52,5 milhões de toneladas;**
- A produção de soja no Brasil na safra de 2003/04 foi revisada para baixo passando de 57,8 milhões para 52,6 milhões de toneladas;
- A produção de soja na safra de 2004/05 foi aumentada de 64,8 milhões para 66,0 milhões de toneladas.

A tabela a seguir compara as projeções do USDA no "Agricultural Baseline Report" emitido em fevereiro de 2004 com as expectativas do mesmo órgão no mais recente "Oilseed: World Market and Trade" publicado em junho de 2004.

Expectativas de Produção de Soja no Brasil – USDA (milhões de toneladas)

	2003A	2004E	2005E
Produção Brasileira de Soja			
USDA Baseline Report 2004-13 (fevereiro/04)	60.0	57.8	64.8
<i>Crescimento (% p.a.)</i>		<i>(3.7%)</i>	<i>12.1%</i>
USDA Oilseeds: World Markets and Trade (junho/04)	52.5	52.6	66.0
<i>Crescimento (% p.a.)</i>		<i>0.2%</i>	<i>25.5%</i>

Fontes: Fonte: USDA – "Baseline Report" (fevereiro/04) e Oilseed: World Market and Trade (junho/04).

À luz da análise apresentada acima, o CSFB considera mais adequada a decisão de utilizar como ponto de partida para suas projeções a estimativa de safra feita pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

É importante acrescentar que as projeções apresentadas no Laudo correspondem ao volume de soja comercializável, isto é, o volume total produzido diminuído do volume destinado à produção de sementes – estimado entre 1,5 e 2,0 milhões de toneladas – e que portanto **não podem ser diretamente comparadas às estimativas apresentadas pela USDA**, que referem-se à produção total de grãos de soja.

¹ O Departamento de Agricultura dos EUA (USDA) emite anualmente o relatório "USDA Agricultural Baseline Report", com suas expectativas para a produção, demanda e preço de diversas commodities agrícolas para o período de 10 anos. Ao longo do ano, o mesmo órgão publica mensalmente o relatório Oilseeds: World Markets and Trade, com os expectativas revisadas para oferta e demanda do ano corrente e do seguinte.

Além da inconsistência apontada acima, gostaríamos de acrescentar que, ao se utilizar no Pedido um relatório de fevereiro de 2004 para fundamentar uma crítica às projeções feitas no Laudo emitido em maio de 2004, desconsidera-se que desde então alguns fatores importantes afetaram as expectativas de demanda por soja no longo prazo – em especial, a sinalização de uma possível desaceleração gradual do crescimento econômico da China, que tem grande impacto na expectativa de demanda de diversas commodities no longo prazo e que, por se tratar de um fato subsequente, possivelmente não foi capturado nas projeções de longo prazo do USDA².

É importante ainda enfatizar que a participação no mercado de soja no Brasil é apenas um dos vários fatores que foram considerados pelo CSFB na projeção dos volumes de originação de grãos da Bunge Alimentos S.A. (“Bunge Alimentos”). Ao elaborar suas projeções, o CSFB também analisou as informações prestadas pela administração da Bunge Alimentos em relação a:

- Capacidade de armazenagem da Bunge Alimentos e giro dos estoques;
- Localização dos silos e unidades de processamento frente ao deslocamento das áreas produtoras de soja em direção norte na região Centro-Oeste do Brasil;
- Infra-estrutura disponível para o escoamento da produção;
- Investimentos planejados pela Bunge Alimentos para o aumento de capacidade de armazenamento e transporte;
- Estratégia de crescimento da empresa, que envolve decisões sobre exposição aos riscos de flutuação dos preços, de financiamento ao produtor, dentre outros;

As premissas utilizadas no Laudo refletem portanto um intenso processo de diligência, que permitiu ao Avaliador discutir as informações prestadas pela administração e validar as premissas adotadas no Laudo.

Retração dos Volumes de Exportações de Soja em 2011-2013

O Pedido contesta as projeções de volume de exportação de soja pela Companhia, apontando como referência as expectativas de exportação de soja brasileira pelo Departamento de Agricultura dos EUA (USDA), publicadas no “USDA Agricultural Baseline Projections to 2013” (fevereiro de 2004), destacando a queda no volume projetado pelo CSFB no período de 2011 a 2013.

Premissa de Exportação de Soja Grão pela Bunge Brasil no Laudo

(milhões de toneladas)

	2003A	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Premissa CSFB	3.3	5.2	6.6	7.9	8.7	9.6	10.5	11.5	11.3	11.1	10.9
Varição		55.5%	27.3%	19.0%	10.4%	10.1%	9.8%	9.5%	(1.6%)	(1.7%)	(1.8%)

Fonte: Pedido.

O CSFB observa que a **crítica apresentada no Pedido não tem fundamento econômico**. Com base nas projeções elaboradas pelo CSFB, nota-se que a Bunge

² As projeções de longo prazo não são objeto de revisão dos relatórios mensais do USDA.

Alimentos atinge a plena capacidade de originação em 2010, com utilização de 98,4% da capacidade disponível, o que restringe o crescimento do volume de soja originado pela companhia a partir de 2011.

Por outro lado, como há expectativa de crescimento da demanda de produtos de esmagamento da soja – incluindo a venda de óleos e gorduras vegetais no mercado doméstico, que têm **maior valor agregado para a Bunge Alimentos**, consideramos que a companhia priorizaria a produção destes produtos **em detrimento das exportações de grãos, que têm menor valor agregado**.

Projeções de Exportações de Soja pela Companhia

	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Originação de Grãos										
Capacidade de Armazenamento (kton)	6,255	6,634	7,060	7,362	8,240	8,240	8,240	8,240	8,240	8,240
Giro Anual (em vezes)	3.0x	3.0x	3.0x	3.0x	3.0x	3.0x	3.0x	3.0x	3.0x	3.0x
Capacidade de Processamento (kton/ano)	18,765	19,902	21,180	22,086	24,720	24,720	24,720	24,720	24,720	24,720
Volume Originado (kton)	15,552	17,381	19,279	20,436	21,662	22,949	24,313	24,320	24,327	24,333
Utilização	82.9%	87.3%	91.0%	92.5%	87.6%	92.8%	98.4%	98.4%	98.4%	98.4%
Destino da Soja Originada										
Volume Originado de Soja (kton)	13,604	15,181	16,608	17,605	18,661	19,780	20,967	20,967	20,967	20,967
Crescimento (% p.a.)	26.5%	11.6%	9.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Esmagamento (kton)	8,389	8,559	8,729	8,904	9,082	9,263	9,449	9,638	9,830	10,027
Crescimento (% p.a.)	13.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Exportação (kton)	5,203	6,622	7,879	8,701	9,579	10,517	11,519	11,330	11,137	10,940
Crescimento (% p.a.)	55.5%	27.3%	19.0%	10.4%	10.1%	9.8%	9.5%	(1.6%)	(1.7%)	(1.8%)

Fonte: Laudo.

Esclarecemos ainda que em relação ao volume exportado de soja, as projeções elaboradas pelo CSFB consideraram:

- Volume originado de grãos no mercado doméstico;
- Necessidade de grãos para a área de esmagamento;
- Metas de comercialização da Bunge Alimentos;
- Limitações na infra-estrutura de exportação.

2) Preços de Comercialização de Soja e Demais Commodities

O Pedido contesta a projeção de preços de soja em grão do Laudo, comparando-os com os preços projetados pelo Departamento de Agricultura dos EUA (USDA), publicados no “USDA Agricultural Baseline Projections to 2013” (fevereiro de 2004), argumentando que a diferença nas projeções tenha resultado em impacto negativo na avaliação apresentada no Laudo.

Premissa de Preços Soja Grão

(US\$ por tonelada)

	2003A	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Premissa CSFB	207.0	251.0	211.0	195.0	195.0	195.0	195.0	195.0	195.0	195.0	195.0
Premissa USDA	203.2	260.9	205.8	200.2	200.2	202.1	205.8	203.9	207.6	207.6	205.8
CSFB / USDA		1.9%	(3.8%)	2.5%	(2.6%)	(2.6%)	(3.5%)	(5.2%)	(4.4%)	(6.1%)	(5.2%)

Fonte: Pedido.

O Pedido também contesta a projeção de preços de óleo de soja do Laudo, comparando-os com os preços projetados pelo Departamento de Agricultura dos EUA (USDA), publicados no “USDA Agricultural Baseline Projections to 2013” (fevereiro de 2004), argumentando que a

diferença nas projeções tenha resultado em impacto negativo na avaliação apresentada no Laudo.

Premissa de Preços de Óleo de Soja

(US\$ por tonelada)

	2003A	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Premissa CSFB	461.0	365.0	359.0	317.0	317.0	317.0	317.0	317.0	317.0	317.0	317.0
Premissa USDA	485.0	573.2	507.1	502.6	507.1	518.1	518.1	513.7	507.1	507.1	513.7
CSFB / USDA	(5.0%)	(36.3%)	(29.2%)	(36.9%)	(37.5%)	(38.8%)	(38.8%)	(38.3%)	(37.5%)	(37.5%)	(38.3%)

Fonte: Pedido.

O CSFB identificou um **erro no Pedido** no que se refere à comparação entre as projeções de preço de soja em grãos do Laudo com as expectativas de preço do USDA, induzindo a uma conclusão equivocada.

Conforme informado na página 40 do Laudo, as projeções de preços utilizadas no Laudo foram elaboradas em **US\$ constantes (base 2003), líquidos de impostos e fretes**, e correspondem à média de preços de realização da Bunge Alimentos no mercado interno e de exportação. Estas premissas precisariam ser levadas em consideração quando da comparação entre os preços projetados pelo CSFB e por outras fontes.

Pelo contrário, o Pedido apresenta uma comparação direta dos preços de soja do Laudo com os preços do relatório do USDA (USDA Agricultural Baseline Projections, fevereiro de 2004), sendo que **o USDA projeta os preços em dólares nominais**. A comparação entre os preços projetados pelo CSFB e aqueles do USDA, requereria portanto que os preços do Laudo fossem ajustados pelo menos pela projeção de inflação dos EUA.

Além disso as projeções apresentadas no Laudo referem-se a **preços médios de realização, líquidos de fretes e impostos, para venda nos mercados interno e externo**, enquanto o USDA estima preços de venda de produtores no mercado dos EUA. Seria portanto necessário **somar aos preços projetados no Laudo os custos de transporte internacional para os EUA (i.e. frete, seguro, despesas de desembarque, impostos, etc.) para torná-los comparáveis**.

A título de exemplo, ao ajustarmos os preços médios do Laudo pela projeção de inflação dos EUA, sem considerarmos os custos de transporte internacional referidos acima, nota-se que o **preço médio projetado pelo CSFB é em média bem superior (e não inferior como aludido no Pedido) aos preços projetados pelo USDA** no período da avaliação (2004-2013). Esta diferença seria ainda maior se fossem acrescidos os custos de transporte internacional referidos acima.

Comparação entre os Preços da Soja em Grão – Laudo vs. USDA
(preços em US\$ por toneladas métricas)

Preços de Soja em Grão	2003A	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
CSFB											
US\$ constantes por tonelada	207	251	211	195	195	195	195	195	195	195	195
Inflação dos EUA (CSFB)		1.5%	1.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
US\$ nominais por tonelada	207	255	218	206	211	217	222	228	233	239	245
USDA											
US\$ nominais por tonelada	203	261	206	200	200	202	206	204	208	208	206
Diferença - CSFB/USDA (%)	1.9%	-2.3%	5.8%	3.0%	5.6%	7.3%	8.0%	11.7%	12.4%	15.2%	19.2%

Fontes: Laudo, USDA Agricultural Baseline Projections to 2013 (fevereiro de 2004).

Há também inconsistências semelhantes na comparação direta feita no Pedido entre o preço do óleo de soja bruto das duas fontes:

- Inconsistência na moeda utilizada - o USDA projeta preços em dólares nominais, enquanto o CSFB projeta em dólares constantes, o que requer um ajuste pela projeção de inflação dos EUA;
- Inconsistência entre mercados - as projeções feitas pelo CSFB são para preços médios de realização para a Bunge Alimentos, isentos de fretes e impostos, para venda nos mercados interno e externo, enquanto o USDA estima preços de venda de produtores no mercado dos EUA. Seria necessário somar aos preços projetados pelo CSFB os custos de transporte internacional para os EUA (i.e. frete, seguro, despesas de desembarque e impostos) para torná-los comparáveis.

Adicionalmente, as projeções da Bunge Alimentos também consideram (1) oferta e demanda internacional do óleo da soja e principais concorrentes, (2) expectativa de crescimento dos produtos substitutos – em especial, o óleo de palma.

Estes fatores, em conjunto, justificam a diferença entre os preços projetados pelo Laudo e pelo USDA.

3) Margem EBITDA

Comparativo entre a Margem EBITDA projetada e a Margem Histórica

O Pedido diz que:

“O nível de rentabilidade das empresas projetadas também foi subdimensionado quando comparado com o passado recente da Companhia. Os números de EBITDA da Companhia (consolidado) reportados no período de 2001-2003 compõem uma margem EBITDA média de 11,7%, valor significativamente acima da margem EBITDA projetada para a Bunge Alimentos e a Bunge Fertilizantes na avaliação do CSFB, que é da ordem de 9,0%, conforme evidenciado na Tabela” a seguir.

“Em face dessa situação, cabem as seguintes indagações:

- A. Considerando-se que as projeções de safra e exportações do ‘complexo soja’, sustentadas pelas projeções, tanto do USDA quanto as demonstradas pelo avaliador, CSFB, evidenciam cenário de crescimento das atividades e conseqüentes ganhos de escala, não se pode esperar, neste ambiente, que a Companhia conquiste ganhos de rentabilidade?
- B. Seria demais esperar ganhos de eficiência e economias de escala pela administração da Companhia?
- C. Os últimos anos de resultado não evidenciam uma tendência de margens acima daquelas demonstradas nas projeções do CSFB?”

Margem EBITDA projetada e verificada nos anos de 2001-2003

(US\$ por tonelada)

	Mar-Dez/04	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Receita Líq. Bunge Brasil (*)	4,848	6,042	6,225	6,505	6,809	7,129	7,454	7,538	7,626	7,713
EBITDA Bunge Brasil (*)	335	485	546	572	606	642	678	689	702	712
Mg EBITDA Bunge Brasil	6.9%	8.0%	8.8%	8.8%	8.9%	9.0%	9.1%	9.1%	9.2%	9.2%

	2001	2002	2003
Margem EBITDA Publicada	14.2%	13.6%	9.1%

(*) Soma simples dos números projetados da Bunge Alimentos e Bunge Fertilizantes no laudo de avaliação.

Fonte: Pedido.

O CSFB identificou um **erro na análise da margem de EBITDA** feita no Pedido. A tabela apresentada neste documento desconsidera as projeções da Fosfertil na consolidação da Bunge Brasil, o que induz a erro.

Vale explicar que a avaliação da Bunge Brasil foi elaborada com base na composição de 3 modelos de fluxo de caixa descontado (DCF):

- Bunge Alimentos S.A. - consolidado
- Bunge Fertilizantes S.A. – consolidado, excluindo a participação na Fosfertil
- Fosfertil S.A. – consolidado

Para se estimar receita líquida e EBITDA consolidados da Bunge Brasil a partir das projeções é necessário somar 100% da receita líquida e EBITDA das respectivas partes, conforme apresentado na planilha abaixo.

Evolução da Margem EBITDA
(Em milhões de US\$ constantes)

	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Receita													
Bunge Alimentos				4,423	4,426	4,495	4,721	4,960	5,213	5,469	5,480	5,493	5,505
Bunge Fertilizantes				1,485	1,616	1,730	1,784	1,849	1,916	1,985	2,058	2,133	2,208
Fosfertil				655	630	672	673	674	675	676	677	678	680
Total	1,485	4,078	5,559	6,563	6,672	6,898	7,178	7,483	7,803	8,130	8,215	8,304	8,393
EBITDA													
Bunge Alimentos				263	332	373	398	424	451	479	481	484	486
Bunge Fertilizantes				129	153	173	174	182	191	199	208	218	226
Fosfertil				213	204	243	245	246	247	248	249	250	251
Total	335	607	548	605	688	789	817	852	889	927	939	951	963
Margem													
Bunge Alimentos				5.9%	7.5%	8.3%	8.4%	8.5%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
Bunge Fertilizantes				8.7%	9.4%	10.0%	9.7%	9.9%	9.9%	10.0%	10.1%	10.2%	10.3%
Fosfertil				32.4%	32.4%	36.2%	36.4%	36.6%	36.6%	36.7%	36.8%	36.8%	36.9%
Total	22.5%	14.9%	9.9%	9.2%	10.3%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.5%	11.5%

Fontes: relatório da companhia, Laudo.

O resultado da análise é diferente daquele apresentado no Pedido. Em particular as premissas do CSFB apontam para uma gradual recuperação da margem de EBITDA consolidado a partir de 2005, ficando esta acima do valor apontado no Pedido e também do realizado no ano de 2003 (tanto em termos percentuais quanto em termos absolutos).

Em relação à comparação com as margens de EBITDA de 2001, é ainda preciso considerar que a incorporação de ações da Bunge Alimentos e da Bunge Fertilizantes S.A. pela Serrana S.A. ocorreu em 19 de dezembro de 2001, só então dando origem à Bunge Brasil. As informações financeiras da Bunge Brasil anteriores à incorporação são informações financeiras da Serrana S.A. e não incluem a totalidade dos ativos que pertencem atualmente à Bunge Brasil. Desta forma, o CSFB considera **inadequada a comparação com os números de 2001.**

4) Premissas Utilizadas no Método de Cálculo do Valor Econômico

4.1) Participação do Capital de Terceiros no Capital Total para Cálculo do WACC

O Pedido aponta que no cálculo do custo médio ponderado de capital ("WACC") da Bunge Alimentos e Bunge Fertilizantes, o Laudo considerou pesos de 25,7% e 30,5% do capital de terceiros na ponderação do capital total das empresas; e alega que procedendo desta forma o avaliador modifica a situação atual da empresa, "cujo porcentual do capital de terceiros é de 68,7%" (sic), dando maior peso a um componente que exige maior retorno da companhia, e por este motivo, reduzindo o valor presente estimado para a Companhia. Como argumento, apresenta a relação de Dívida / (Dívida + PL) com base em valores contábeis:

Participação do Capital de Terceiros atual (31/12/03) vs. premissa do Laudo

(R\$ mil)

Consolidado	Bunge Alimentos	Bunge Fertilizantes
Curto Prazo		
Empréstimos e Financiamentos	42,579	232,891
Pré-pagamentos de exportações	1,794,797	-
Longo Prazo		
Empréstimos e Financiamentos	31,379	543,039
Pré-pagamentos de exportações	1,294,117	-
Partes Relacionadas	-	709,399
Total	3,162,872	1,485,329
Patrimônio Líquido	1,440,048	1,151,037
Dívida / (Dívida + PL) Reportado	68.7%	56.3%
Dívida / (Dívida + PL) Laudo	25.7%	30.5%

Fonte: Pedido.

O CSFB identificou um **erro** na análise da estrutura de capital atual das subsidiárias da Companhia (Bunge Alimentos e Bunge Fertilizantes) apresentado no Pedido.

O cálculo da dívida das subsidiárias da Bunge Brasil para fins de determinação da alavancagem financeira deveria ser líquido do saldo de aplicações financeiras. Sendo assim, ao considerarmos o caixa e aplicações financeiras, a estrutura de capital atual da Bunge Fertilizantes cai de 56,3%, conforme cálculo apresentado pelo Pedido, para 34,3%, enquanto na Bunge Alimentos ela passa de 68,7% conforme cálculo apresentado pelo Pedido, para 68,4%.

Análise das Estruturas de Capital em 31/12/2003 da Bunge Alimentos e da Bunge Fertilizantes

(R\$ Mil)

	Bunge Alimentos	Bunge Fertilizantes ⁽¹⁾
Dívida Total	3,163	1,485
Caixa e Aplicações Financeiras	49	890
Dívida Líquida	3,114	595
Patrimônio Líquido	1,440	1,151
Estrutura de Capital Atual ⁽²⁾	68.4%	34.1%

(1) Bunge Fertilizantes Consolidado (considera 100% da Fosfertil Consolidado)

(2) Dívida Líquida / (Dívida Líquida + Patrimônio Líquido)

Fonte: Demonstrações Financeiras das companhias.

Além disso, os argumentos utilizados para refutar o uso de uma relação ótima de estrutura de capital, “discrepância da relação atual” e a “alta necessidade de capital de terceiros para financiar o capital de giro”, não são convincentes uma vez que na determinação da estrutura ótima de capital o CSFB **utilizou como base de referência empresas internacionais que atuam no mesmo setor da Bunge Alimentos e da Bunge Fertilizantes, respectivamente, visando justamente capturar as peculiaridades inerentes a tais setores**, inclusive em relação a necessidade de financiamento de capital de giro.

A afirmação feita no Pedido de que ao modificarmos a estrutura de capital da empresa em relação à situação atual resulta num menor valor por ação é incorreta. O cálculo do custo médio ponderado de capital deve assumir que no longo-prazo, a Companhia vai perseguir uma estrutura ótima de capital, a qual não necessariamente é a estrutura atual da Companhia. Quando comparamos a estrutura atual da Companhia com a estrutura média de capital de empresas internacionais que atuam nos mesmos setores de negócio da Bunge Brasil (Fertilizantes e Alimentos), constatamos que, apesar da estrutura de capital da Bunge Fertilizantes estar bastante em linha com seus referenciais internacionais, a estrutura de capital da Bunge Alimentos encontra-se altamente alavancada financeiramente em relação a referenciais internacionais que atuam no setor de alimentos.

O setor de atuação da Bunge Alimentos é caracterizado por apresentar um alto risco operacional, atrelado principalmente à volatilidade dos preços das *commodities* agrícolas, que pode ter forte impacto negativo na geração de caixa e por consequência na sua capacidade de servir os juros e a amortização da dívida.

Sendo assim, as empresas alimentícias que operam no mercado de commodities agrícolas apresentam baixa alavancagem financeira, de forma a se protegerem do risco operacional e do grau de incerteza inerentes ao setor que atuam.

Ainda em relação à análise de estrutura de capital realizada pelo Pedido, **o mesmo não menciona que a estrutura de capital da Fosfertil é menos alavancada que o setor. Em 31 de março de 2004, a estrutura de capital da Fosfertil (dívida líquida / (dívida líquida + valor de mercado) correspondia a 1,7%, contra uma estrutura ótima de capital utilizada de 30,5%. Portanto conforme o raciocínio do Pedido, se tivéssemos utilizado a estrutura de capital atual da Fosfertil, seu WACC seria substancialmente maior que o apontado pelo Laudo, levando a um valor menor para a Fosfertil e, em consequência, para a Companhia.** No entanto, o CSFB projetou uma estrutura de capital ótima para fins de cálculo do custo de capital da Fosfertil; o que demonstra consistência no emprego da metodologia de avaliação adotada.

4.2) Prêmio de Risco de Mercado

O Pedido contesta a premissa de prêmio de risco de mercado (Equity Risk Premium, ERP) de 7,0% utilizado no Laudo, estimado pelo Ibbotson Associates com base no método de média aritmética, e defende o uso da média geométrica para tal cálculo, com base na “doutrina sustentada pelo Prof. Aswath Damodaran” (ref. publicação “Estimating Equity Risk Premium”, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), alegando que o uso da média aritmética “distorce para maior o prêmio de risco”.

O Prêmio de Risco de Mercado (“ERP”), representado pelo retorno do investimento em renda variável sobre os investimentos em renda fixa, utilizado teve como base a análise desenvolvida pelo Instituto Ibbotson que calcula a média aritmética dos retornos das ações das companhias de grande porte menos os títulos do governo americano de longo-prazo desde 1926.

O Pedido cita como melhor doutrina a sustentada pelo Prof. Aswath Damodaran, da Universidade de Nova York, que adota a média geométrica para o cálculo do ERP. Entretanto, nós consideramos que outras doutrinas devam ser analisadas para a determinação de uma metodologia. **Segundo os Professores Richard Brealey, da Universidade de Londres, e Stewart Myers³, do Instituto Tecnológico de**

3 Principles of Corporate Finance. Fifth Edition.

Massachusetts (MIT), se o custo de capital é estimado a partir de retornos históricos de mercado, a melhor metodologia é a média aritmética.

O próprio Ibbotson Associates, instituto fundado em 1977, utiliza também a média aritmética como metodologia na divulgação de sua análise do ERP.

A média aritmética é a metodologia que melhor reflete o prêmio exigido pelo investidor uma vez que captura de forma independente o retorno médio anual histórico, obtido pelo investidor, sem atribuir ponderações a qualquer evento, seja ele extremamente positivo, seja ele extremamente negativo. Essa média também captura a volatilidade apresentada pelo retorno das ações ao longo de todo o período histórico, sendo essa a principal variável na determinação do retorno exigido pelo investidor.

4.3) Prêmio de Risco Brasil

O Pedido contesta a Taxa de Risco Brasil adotada no Laudo de 730 pontos base, medido pelo *spread* médio entre o C-Bond e o T-Bond americano desde Janeiro de 2003 até a data do referido laudo, alegando que:

- há inconsistência entre as premissas da projeção do laudo de avaliação e aquelas para a taxa de desconto para fluxo futuros;
- o período adotado é um período de turbulências da economia brasileira;
- há inconsistência no uso de taxas históricas para estimar o risco e o critério adotado para o preço da soja, que não usa preços históricos;
- as projeções de risco país das principais corretoras aponta para um consenso de 5,6%;
- cotações de mercado de papéis de vencimento em 10 anos da Petrobras ou CVRD apresentam “taxas de risco Brasil embutidas nos retornos totais” de 4,50% ou 4,65%, respectivamente (cálculos não citados, fonte de preço não mencionada).

Taxas de Risco Brasil utilizadas pelas Corretoras indicadas no Pedido

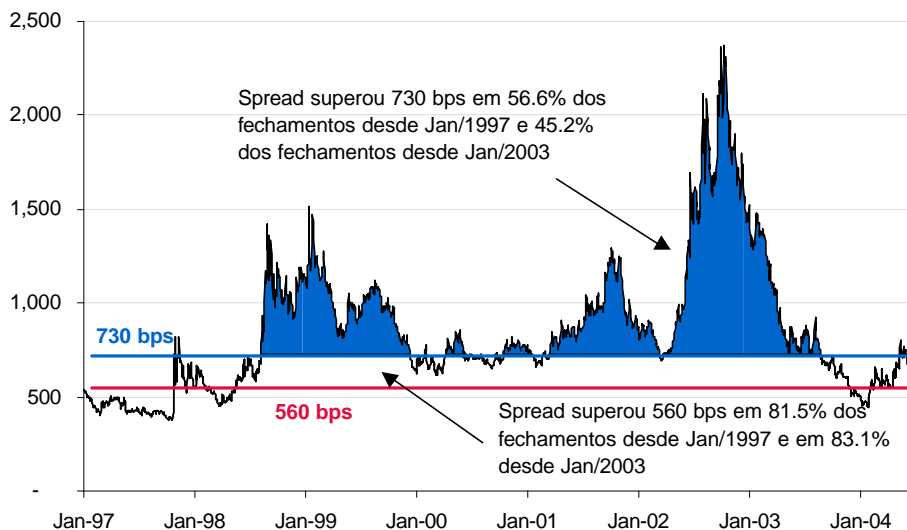
Fator	6.0%
Santander	5.5%
Unibanco	6.0%
Pactual	4.0%
UBS	6.0%
Itau	6.0%
Média	5.6%

Fonte: Pedido.

Primeiramente, é importante ressaltar que o prêmio de risco Brasil (“Risco País”) utilizado no cálculo da taxa de desconto apresentada no Laudo teve como base um período histórico caracterizado pelo retorno do país à estabilidade econômica após a posse do atual governo.

Conforme apresentado no gráfico abaixo, desde Janeiro de 1997, o Risco País ficou acima do valor apontado no Laudo (7,3%) em 56,6% e abaixo em 43,4% dos fechamentos. Por outro lado o Risco País ficou abaixo do valor apontado no Pedido (5,6%) em apenas 18,5% e acima em 81,5% dos fechamentos.

Diferença entre o retorno do C-Bond e o retorno do título do governo americano de 10 anos



Fonte: Credit Suisse First Boston

A metodologia empregada para calcular o risco país está consistente com as práticas utilizadas amplamente pelo mercado em laudos de avaliação.

A taxa de Risco País utilizada no Laudo é consistente com as taxas utilizadas em vários laudos de avaliação independentes elaborados recentemente por peritos e / ou instituições financeiras.

Instituição	Risco País	Fonte	Data
Pactual	9.41%	AES Sul	05/2004
Citigroup	5.50%	Labatt & Ambev	03/2004
Fator	5.50%	Portland Itaú	03/2004
JPMorgan	6.20%	Labatt US	03/2004
KPMG	7.50%	Souto Vidigal	01/2004
Delloite	8.08%	Banco Sudameris	11/2003
Merrill Lynch	6.35%	TCO	10/2003
Itau BBA	7.40%	Atlas Schindler	04/2003
Trevisan	7.50%	Tigre/Sifco	03/2003
Credit Lyonnais	8.44%	Nitrocarbono S.A	07/2002
Média	7.19%		

Fonte: CVM (www.cvm.gov.br)

Por fim, é inadequada a sugestão do Pedido de que seja utilizada a taxa de Risco País embutida nos papéis da Petrobras e da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) como referenciais, na medida que ambas as companhias não são comparáveis à Bunge Brasil, tanto em termos de tamanho como em termos de características dos setores em que atuam.

À luz da análise apresentada acima, o CSFB considera apropriada a taxa de Risco País que foi utilizada no Laudo.

5) Conflito de Interesses entre as partes

O Pedido aponta a possibilidade de existência de conflito de interesses na escolha do avaliador das ações da Companhia, alegando que “o grupo Bunge mantém intensa relação comercial com o avaliador CSFB” em decorrência da atuação deste em 4 operações (incluindo a coordenação da presente Oferta) com o referido grupo, observando que a “intensa relação comercial pode indicar que o CSFB não estaria imune a um conflito de interesses quando se propõe a elaborar o Laudo das ações da Companhia”

O Pedido acrescenta que “o Laudo fora preparado com base em diversas informações fornecidas pela própria administração da Companhia e de suas subsidiárias”, conforme trecho do Laudo.

O CSFB mantém relações comerciais com o grupo Bunge, assim como com vários outros grupos nacionais e internacionais, para os quais presta diversos serviços de assessoria financeira e fornece diversos outros produtos financeiros.

Este fato não configura conflito de interesse e não limita de forma alguma a capacidade do CSFB de elaborar o laudo de avaliação, de acordo com os termos da Instrução CVM 361/02.

Quanto ao fato que o Laudo não estaria considerando os benefícios oferecidos pela Bunge Ltd. à Bunge Brasil, conforme afirmado no Pedido, observamos que esta afirmação não é fundamentada em nenhum elemento factual.

Finalmente, em relação à sugestão feita no Pedido de que o Laudo deveria considerar o valor de mercado da Bunge Ltd. para fins de determinação do preço justo da Companhia, entendemos que a metodologia de fluxo de caixa descontado é a que melhor se aplica ao caso em questão e que ela foi aplicada consistentemente em relação às companhias que foram objeto do Laudo.

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