

Assunto: Registro de OPA com adoção de procedimento diferenciado de Manasa Madeireira Nacional S.A. — Processo CVM Nº RJ-2005-3917

Senhor Superintendente,

Requer a Traninvest – Comércio e Participações Ltda. ("Ofertante"), por meio da Prosper S/A Corretora de Valores e Câmbio ("Intermediadora"), o registro de Oferta Pública de Aquisição de Ações ("OPA") ordinárias e preferenciais para cancelamento de registro de companhia aberta de Manasa Madeireira Nacional S/A ("Manasa" ou "Companhia"), inscrita no CNPJ sob o nº 60.400.009/0001-11, utilizando-se de procedimento diferenciado, nos termos do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução").

O procedimento diferenciado consiste na adoção de metodologia de avaliação da Companhia pelo critério do preço médio ponderado da cotação de suas ações, nos últimos 12 (doze) meses, na Bolsa de Valores de São Paulo—Bovespa, porém ajustado segundo considerações do avaliador descritas ao longo deste Memorando.

A Ofertante é controladora indireta da Manasa por intermédio de sua participação como cotista majoritária na T & T Participações Ltda., que é controladora direta da Companhia.

A Intermediadora dispõe-se, por ordem e conta da Ofertante, a adquirir até 2.882.003.420 ações ordinárias e 9.467.793.860 ações preferenciais em circulação no mercado, representando 41,17 % do Capital Social da Companhia.

As ações em circulação são distribuídas entre 2090 acionistas, conforme abaixo:

NOME	ON	%	PN	%	TOTAL	%
T & T Participações Ltda.	7.100.767.974	71,01	9.984.234.746	49,92	17.085.002.720	56,95
ASIA CRYSTAL LTD	1.214.009.640	12,14	3.265.685.343	16,33	4.479.694.983	14,93
GEBEPAR Participações	1.497.427.010	14,97	944.190.390	4,72	2.441.617.400	8,14
CAMPINA VERDE	-	-	2.208.985.000	11,04	2.208.985.000	7,36
IVAM ANTONIO DE TASSIS	5.400.000	0,05	1.278.285.147	6,39	1.283.685.147	4,28
MARIA STELLA LACOMBE	17.228.606	0,17	542.771.394	2,71	560.000.000	1,87
OUTROS	165.166.770	1,65	1.775.847.980	8,88	1.941.014.750	6,47
<b>TOTAL GERAL</b>	<b>10.000.000.000</b>	<b>100</b>	<b>20.000.000.000</b>	<b>100</b>	<b>30.000.000.000</b>	<b>100</b>

Para elucidar os fatos, expomos abaixo uma breve descrição da Companhia, o histórico da situação, as alegações da requerente, a reclamação do investidor, as nossas considerações e a conclusão:

### 1. COMPANHIA

A Companhia tem por objeto a extração, industrialização, beneficiamento, comércio e exportação de madeiras, seus produtos, subprodutos e derivados, inclusive pasta mecânica, celulose, papel e cartolina; a exploração de atividades florestais mediante a elaboração, execução e/ou administração de projetos de empreendimentos florestais (Florestamento e/ou Reflorestamento) próprios ou de terceiros; a exploração da agro-indústria, vegetal ou animal e da pecuária; o transporte rodoviário interestadual de cargas, com frota de veículos própria ou de terceiros, não abrangendo o transporte de combustíveis; a representação por conta própria ou de terceiros.

### 2. HISTÓRICO

Em 21.06.05, a Intermediadora protocolou nesta CVM o pedido de registro da operação em referência, dando origem ao presente Processo;

Em 21.07.05, foram feitas exigências, por intermédio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1310/2005;

Em 02.09.05, foram protocolados documentos e informações em atendimento às exigências formuladas pela GER-1;

Em 22.09.05 foram reiteradas algumas exigências por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1767/2005;

Em 06.10.05 foram protocolados documentos e informações em atendimento às exigências reiteradas pela GER-1;

Em 11.10.05, o acionista minoritário Sr. Ivam Antonio de Tassis ("reclamante") protocolou reclamação nesta CVM, originando o Processo CVM RJ 2005/7212;

Em 14.10.05, enviamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1917/2005 à Ofertante, para que esta se manifestasse sobre a reclamação;

Em 21.10.05, foi protocolada resposta à referida reclamação;

Em 01.11.05, enviamos O OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 2032/2005 ao reclamante para que tomasse ciência da resposta da Ofertante;

Em 10.11.05, o reclamante protocolou resposta às alegações da Ofertante, julgando-as insuficientes para removê-lo de seu posicionamento;

### 3. ALEGAÇÕES DA OFERTANTE

O preço de compra das ações foi obtido por meio de laudo de avaliação elaborado pela AQM – Análise Qualitativa de Mercado Ltda. ("Avaliadora") e será de R\$ 0,38 por lote de mil ações ordinárias e preferenciais. Este preço será pago à vista, acrescido da Taxa Referencial – TR mais juros de 6% a.a., desde a data da divulgação do Fato Relevante que deu notícia da OPA, em 17.06.2005.

A Avaliadora não recomendou a utilização do valor econômico, calculado pelo método do fluxo de caixa descontado, como parâmetro para a oferta de aquisição, uma vez que este se mostrou negativo. Não optou pelo valor patrimonial, que era de R\$ 0,0731/mil ações, com base em 31.03.05. O preço médio ponderado de cotação das ações na BOVESPA nos 12 meses anteriores à elaboração do Laudo de Avaliação (maio de 2004 a maio de 2005) apurou um valor de R\$ 0,4775 por lote de mil ações ordinárias e R\$ 0,4338 por lote de mil ações preferenciais. Esse foi o critério adotado, porém ajustado, conforme abaixo explicado.

Para se determinar o preço da oferta adotaram-se parâmetros de mercado para a fixação do preço, quais sejam: levou-se em consideração as médias ponderadas de cotação das ações em bolsa nos últimos 12 meses; no ano de 2005; no primeiro trimestre de 2005 e nos últimos 60 e 30 dias de negociação anteriores à elaboração do Laudo de Avaliação.

De acordo com o Laudo de Avaliação, foi adotado o critério do preço médio ponderado de cotação das ações em bolsa nos 12 meses anteriores à publicação do Fato Relevante que deu notícia da presente oferta, ajustado para excluir o período em que se verificaram negociações atípicas provocadas pela divulgação de Fato Relevante a respeito da venda das florestas maduras da Manasa.

Devido ao ajuste na forma de cálculo, o preço de compra foi fixado no valor de R\$ 0,38 por lote de mil ações ordinárias e ações preferenciais, correspondendo a um ágio sobre as cotações na BOVESPA de 26,67% para as ações ordinárias e 18,75% para as ações preferenciais, excluindo-se o período em que se verificaram negociações consideradas atípicas pela Avaliadora.

A Avaliadora entendeu: "que o preço adotado para a oferta é justo tendo em vista que com a divulgação do Fato Relevante em 25 de junho de 2004, comunicando ao mercado a venda de grande parte de suas florestas maduras à Viking Global Timber Fund LLC ("Viking") – Fato Relevante este ratificado em 3 de setembro de 2004 – ocorreu, no período de 35 dias após a divulgação do primeiro Fato Relevante, uma excepcional (e altamente especulativa) movimentação das ações da Manasa, em patamares de preços e quantidade de títulos negociadas muito superiores ao seu comportamento histórico.

Este movimento especulativo de ações decorreu de entendimento errôneo por parte do mercado acerca das conseqüências da venda das florestas, que não traria, como não trouxe, reflexos no valor patrimonial das ações, pois 80% do valor da venda foram utilizados para pagamento de juros e amortizações parciais da dívida da Companhia (cujos encargos financeiros tinham sua exigibilidade suspensa até que houvesse geração líquida de caixa, como reiteradamente destacado nas Notas Explicativas das demonstrações financeiras, já há vários anos), remanescendo, ainda, um elevado endividamento na Companhia, cujo negócio (em razão da venda das florestas maduras) terá uma significativa queda em seu faturamento nos próximos exercícios.

Após a divulgação do segundo Fato Relevante, quando foram prestadas maiores informações sobre a citada venda de florestas para a Viking de acordo com exigências feitas pela CVM, atendendo à reclamação efetuada por representante dos minoritários no conselho de administração da Manasa, o preço e o volume de negociação das ações voltaram ao seu nível histórico.

Desconsideradas as negociações relativas ao aludido período excepcional de 35 dias, entre 25 de junho a 30 de julho de 2004, o valor médio ponderado, entre 18 de junho de 2004 e 17 de junho de 2005 (data da divulgação do Fato relevante referente à OPA), é de R\$ 0,3360 e R\$ 0,3599 contra R\$ 0,4771 e R\$ 0,4456 por lote de mil ações ordinárias e preferenciais, respectivamente, se tal período for considerado. O valor de compra das ações de R\$ 0,38 por lote de mil ações ordinárias e preferenciais é 13,09% e 5,58%, respectivamente, superior à média de suas cotações (desconsideradas as negociações no período de 35 dias acima referido) e 26,67% e 15,15% maior que as cotações verificadas nos dias 20 de maio de 2005 e 13 de junho de 2005, antes da publicação do Fato Relevante que deu notícia da presente oferta."

#### 4. RECLAMAÇÃO DO ACIONISTA MINORITÁRIO/CONTESTAÇÃO

##### 4.1. Ivam Antonio de Tassis

O acionista minoritário diz assegurar que a Ofertante e a instituição responsável pela oferta:

- 1) Não forneceram informações corretas sobre a estrutura acionária da companhia aberta; sobre as pessoas do grupo de controle ou a ele vinculadas em razão dos mesmos interesses ou por acordo de voto; tampouco sobre o número verdadeiro de ações em circulação no mercado;
- 2) Apresentaram um laudo de avaliação que não reflete o verdadeiro valor econômico da companhia, fazendo com que o preço que a controladora indireta oferece pelas ações em circulação no mercado esteja muito abaixo do preço justo que a Lei das S/A exige que seja ofertado.

Quadro acionário da Manasa, segundo o Edital:

Acionista controlador	ON	PN	Total
T & T Participações	71,01%	49,92%	56,95%
Acionistas Vinculados	ON	PN	Total
Maria Stella e Outros	0,17%	2,74%	1,87%
	ON	PN	Total
Ações em Circulação	28,82%	47,34%	41,17%

Quadro Acionário "Verdadeiro", segundo o reclamante:

Acionista controlador	ON	PN	Total
T & T Participações	71,01%	49,92%	56,95%
Acionistas Vinculados	ON	PN	Total
Maria Stella e Outros	0,17%	2,74%	1,87%
Asia Crystal Ltd.	12,14%	16,33%	14,93%
Gebepar(Agatex)	14,97%	4,72%	8,14%
Campina Verde		11,04%	7,36%

<b>TOTAL pertencente ao Bloco de controle</b>	<b>98,29%</b>	<b>84,76%</b>	<b>89,27%</b>
	ON	PN	Total
<b>Ações em Circulação</b>	<b>1,71%</b>	<b>15,24%</b>	<b>10,73%</b>

Em vez de 41,17% apenas 10,73% das ações estão em circulação.

Asia Crystal Ltd. – Offshore relacionada à família Lacombe, dona da Traninvest.

Gebepar e Campina Verde – Empresas que pertencem ao Sr. Francisco Hyczy da Costa, pai do Sr. Francisco Costa Neto, membro do Conselho de Administração. Esse grupo de empresas está vinculado por acordo de voto à controladora indireta.

Em 13 de junho de 2005 a Agatex Locadora de Veículos e Máquinas Ltda. ("Agatex"), empresa pertencente ao Grupo Gebepar, adquiriu a totalidade das ações detidas pela Gebepar Participações e Investimentos Ltda. na Manasa.

Em resumo, nem a Asia Crystal em razão de sua vinculação à família Lacombe, dona da Traninvest, nem a empresa Agatex ou qualquer outra do grupo Gebepar, por participar da administração da Manasa e ter um acordo de voto com a Traninvest, podem participar do leilão da OPA. Essas empresas e pessoas são vinculadas à Ofertante para todos os efeitos legais.

#### Sobre o laudo de avaliação da companhia:

O preço justo foi obtido apenas com base no critério de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, mesmo assim abaixo da média das cotações nos últimos 12 meses.

A Manasa apresentava consistente e crescente EBITDA até a venda do maciço florestal para a Viking. Não foi observado pela Avaliadora o fato da dívida não se qualificar como exigível, já que é 100% representada por contratos de mútuo com a família Lacombe, cujos juros e correção estão condicionados à existência de lucro líquido em balanço semestral e geração de caixa suficiente pela devedora, sem comprometer o desenvolvimento de seus negócios.

Às fls. 52 do Processo CVM RJ 2005/7212 (reclamação), na cláusula 5 do contrato de mútuo entre a Traninvest e a Manasa, estão descritas as condições para o pagamento da dívida:

*"5 – Os juros e a correção monetária ora pactuados só serão devidos se a Manasa, antes do respectivo vencimento, apresentar, cumulativamente, em balanço semestral levantado a partir da celebração do presente aditivo (30/12/96), Lucro Líquido, calculado na forma prescrita na lei das S/A, e Fluxo de Caixa Livre positivo em montante igual aos juros incorridos num prazo de 6 meses anteriores ao referido balanço, se tais juros fossem devidos..."*

*"6 – Cada um dos empréstimos passa a ser por prazo indeterminado e vencerá dentro de 30 dias da solicitação do respectivo reembolso."*

Se a empresa já vendeu quase todas as árvores em condição de serem cortadas e a Avaliadora indica que não haverá fluxo de caixa livre e positivo na próxima década e a empresa não terá mais lucro, a Manasa não terá que pagar a correção monetária e os juros relativos ao contrato de mútuo com a família Lacombe.

Por outro lado, a empresa possui um gigantesco patrimônio, cujo valor é muito superior ao contábil. A empresa possui mais de 30.000 hectares de terras numa das regiões mais ricas do Paraná. Possui cerca de 7.000 hectares de florestas jovens. E só tem dívidas com o grupo de controle, em sua maior parte não exigíveis contratualmente, legalmente ou moralmente. Não é crível, portanto, que o seu patrimônio líquido, para efeito de oferta de aquisição, seja apenas 11 milhões de reais como apontado pela Avaliadora.

#### Pedidos à CVM:

- Que a Traninvest corrija as informações sobre o quadro acionário.
- Que realize nova avaliação para determinar o preço justo das ações, com base no critério de patrimônio líquido a valor de mercado, mas desde que contrate empresa isenta indicada em assembléia de minoritários.

#### **4.2. Manifestação da Intermediadora/Ofertante sobre a reclamação**

Em resposta à reclamação oferecida pelo acionista minoritário, a Intermediadora e a Ofertante contestam as alegações conforme abaixo.

#### Sobre o Reclamante

Deixou de participar da gestão da Manasa por vontade própria e tem especulado com ações da Manasa em bolsa.

#### Estrutura Acionária

Nem Asia Crystal, nem Gebepar ou Agatex são pessoas vinculadas à Ofertante ou à família Lacombe.

Asia Crystal é um mero investidor da Manasa.

Gebepar e Agatex são acionistas minoritários dissidentes, que elegem um membro do conselho de administração, por eleição em separado, e mantêm o conselho fiscal não permanente da Manasa em funcionamento há vários exercícios.

Como divulgado ao mercado, o Sr. Francisco Costa Neto, representante da Gebepar e Agatex no conselho de Administração da Manasa, de fato, entrou com medida cautelar, com pedido de liminar deferido, para suspender contrato de venda de árvores maduras celebrado com a Viking Global Timber Fund LLC. Essa ação cautelar terminou mediante acordo em que a Ofertante se comprometeu a fazer a presente OPA para dar liquidez às ações de todos os acionistas minoritários, conforme previsto no instrumento de transação, homologado em Juízo para extinguir a referida medida cautelar.

#### Laudo de Avaliação

O valor real do crédito da família Lacombe contra a Manasa é de R\$ 144.651.878,10.

A origem do crédito é a operação de saneamento financeiro da Manasa iniciado em 1996 através da qual foi liquidada a dívida da Manasa junto a bancos

comerciais e substituída por uma dívida sujeita a encargos abaixo do custo.

O valor patrimonial a preços de mercado deve refletir o valor real e efetivo dos ativos da companhia e jamais poderia descartar o valor real e efetivo da família Lacombe.

Não faz sentido avaliar os ativos da Manasa a preços de mercado e deixar o passivo pelo seu valor histórico.

É verdade que o EBITDA vem crescendo, mas não de forma suficiente para interromper o crescimento de sua dívida para com os controladores.

"3 - ...Devido a essa condição suspensiva, o valor do mútuo registrado no ITR de 31 de março de 2004 é de apenas R\$ 33.798 mil, mas computados os encargos financeiros com a exigibilidade suspensa, o saldo devedor seria, naquela data, de R\$ 134.885 mil, como esclarecido na Nota Explicativa nº 5 do ITR..."

"4 - ...Em razão do exposto no número 3 acima, o resultado positivo obtido na venda das florestas maduras será compensado com o reconhecimento, neste exercício, dos encargos financeiros do mútuo cuja exigibilidade se acha suspensa, e o patrimônio líquido da companhia não sofrerá acréscimo, mas haverá significativa redução do seu endividamento..."

Caso não tivesse ocorrido a venda à Viking, o EBITDA da Manasa teria declinado substancialmente este ano devido à apreciação do Real.

A situação da Manasa é, e sempre foi, crítica.

A média das cotações dos 12 meses foi ajustada para anular os efeitos da alta especulativa da cotação da Manasa ocorrida após a divulgação da celebração do contrato com a Viking.

A cotação das ações em bolsa é o melhor parâmetro para a avaliação do preço justo, pois reflete a percepção do mercado quanto às perspectivas de rentabilidade futura da companhia.

#### Aditivo ao Contrato

Foi anexado um aditivo ao contrato firmado em 1996, com data de 2 de maio de 2003, denominado "Segundo Aditivo para a Consolidação de Contratos de Empréstimo". Neste aditivo, foi alterada a condição suspensiva de forma a não ser preciso mais atender a simultaneidade de condições, quais sejam apresentar lucro contábil e fluxo de caixa positivo.

Houve também alteração na metodologia de cálculo de apuração do fluxo de caixa, incluindo a venda de quaisquer ativos, e, ainda, a obrigatoriedade de pagamento dos encargos a qualquer tempo caso a Traninvest assim exija.

#### Comentários aos pedidos:

Não cabe revisão da estrutura acionária informada no Edital, que reflete corretamente as ações em circulação no mercado.

Não cabe a realização de nova avaliação, pois o Laudo foi produzido corretamente e o pedido é intempestivo.

### **4.3. Resposta do acionista Ivam Antonio Tassis**

#### Sobre o reclamante Ivam Tassis.

Adquiriu ações da Manasa há mais de 15 anos. Chegou a ter aproximadamente 25% das ações da empresa. Foi vice-presidente da Manasa, membro do Conselho de Administração. Desligou-se da administração da empresa há cerca de 4 anos e, desde então, tem acompanhado à distância a administração e discordado de algumas decisões, como a venda do maciço florestal por um preço ridiculamente baixo. Minoritário em relação à família Lacombe, tanto na T&T como na Manasa, não tem poder suficiente para influenciar as decisões da companhia.

Ao contrário do que afirma a Ofertante:

1. O reclamante não especula com ações da empresa. Ivam tem investido em ações da Manasa nos últimos anos, não tendo vendido uma única ação no mercado.
2. O reclamante é minoritário na T&T, controladora da Manasa. Tem apenas 10% da empresa e, desde a constituição da T&T, há cerca de 4 anos, nunca houve sequer uma reunião entre os sócios. Há muito mais tempo, não existe nenhum acordo de acionistas entre Ivam e a família Lacombe.
3. A afirmação de que o mútuo feito pela Traninvest em 1996 "livrou a Manasa da quebra" não é verdadeira. O patrimônio líquido era, na ocasião, muito superior ao atual.
4. O reclamante nunca discordou do direito da Traninvest de receber o crédito que tem com a Manasa em razão dos mútuos. Simplesmente achou que as mudanças de regras relativas à consolidação dos mútuos, que vigoraram durante 10 anos, para favorecer a controladora indireta Traninvest, não foi algo correto e prejudicaram os demais acionistas. A empresa mudou um contrato na última hora, favorecendo a controladora, em prejuízo dos demais acionistas. Também discordou da decisão e do preço pelo qual se deu a venda do maciço florestal da empresa, decisão que pôs fim à companhia.

#### Sobre a Tempestividade do pedido.

Alega o reclamante que o prazo para convocação da assembléia dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, conforme artigo 4º-A da Lei 6.404/76, é contado a partir da divulgação do valor da oferta pública, ou seja, da publicação do edital, após o registro da oferta na CVM.

#### Sobre o conceito de pessoa vinculada.

Pessoas vinculadas não são apenas aquelas que a Instrução presume sejam vinculadas, mas todas as pessoas que, comprovadamente, atuem representando o mesmo interesse do controlador, do ofertante ou do intermediário.

As provas da vinculação do Grupo Gebepar (Agatex) e da Asia Crystal à controladora foram apresentadas pelo reclamante e pela própria ofertante.

No primeiro caso, a ofertante apresentou um acordo num processo judicial entre a Manasa e o representante do Grupo Gebepar no qual a aceitação da OPA e do preço que fosse apresentado pela controladora foi estabelecida como um compromisso das partes. Fizeram um acordo mostrando que o interesse da ofertante e do Grupo Gebepar são idênticos em relação à OPA: ambos desejam a realização da OPA, desejam o fechamento do capital e mostram sua concordância em relação ao preço a ponto de firmarem tal entendimento num acordo judicial.

No segundo caso, a ofertante provou que o suposto dono da Asia Crystal, estrangeiro sem qualquer vinculação com o país, age em perfeita consonância e sob a orientação da família Lacombe, dona da Traninvest. Mostrou que a empresa investiu na Manasa e negocia os valores da companhia (debêntures e ações) mediante as orientações que lhe são dadas pela família Lacombe.

#### A questão do preço justo

Fluxo de caixa – Se a administração da companhia optou pela venda à vista de todo o maciço florestal maduro de uma empresa cujo objeto é o beneficiamento de madeira, não cabe sequer perder tempo fazendo conta de fluxo de caixa. Não existe possibilidade de geração de caixa se não há mais madeira para vender.

Cotação das ações em bolsa – a Ofertante afirma que a avaliação mais justa é a cotação em bolsa, que reflete a percepção do mercado quanto às perspectivas de rentabilidade da companhia. O volume de negócios com ações da Manasa é pífio. Não se pode admitir a adoção do critério de valor das ações em bolsa para uma companhia cujas ações tenham liquidez tão irrisória.

Evidente que uma companhia que possui exclusivamente terras e florestas jovens deve ser avaliada pelo critério de patrimônio líquido a preço de mercado, único capaz de refletir o real valor do negócio. Qualquer alienação de imóvel rural ou ativo florestal deve empregar o critério de valor do patrimônio a preço de mercado. A empresa possui ainda cerca de 33.000 hectares de terra numa rica região do Paraná e cerca de 7.000 hectares de florestas jovens. É isso que deve ser avaliado.

#### Sobre o aditivo ao contrato

A Ofertante, buscando demonstrar a exigibilidade do crédito que tem contra a Manasa, apresentou a "versão do contrato de mútuo ora em vigor" (Segundo Aditivo para a Consolidação de Contratos de Empréstimos). O reclamante jamais tomou conhecimento da existência deste documento, que nunca foi divulgado a qualquer acionista, jamais foi mencionado em qualquer ocasião, e sequer foi divulgado Fato Relevante ao mercado de sua existência, uma vez que se trata de uma relevante alteração nas condições do contrato de mútuo original entre a Traninvest e a Manasa.

O acionista minoritário da Manasa não soube da existência de qualquer saldo devedor superior ao valor contabilizado no passivo de 1996 a 2001 (por 5 anos). E até hoje não sabe das reais condições suspensivas dos encargos da dívida, que assim como foram alteradas em 2003 em prejuízo do interesse de todos os acionistas da Companhia, podem ser alteradas novamente a qualquer tempo.

O Segundo Aditivo limita-se a esclarecer quais foram as modificações ocorridas nas condições da dívida. Não apresenta qualquer justificativa para que os administradores da companhia o tenham assinado. O prejuízo para a Manasa ao aceitar essas alterações foi imenso. O Aditivo privilegia apenas o credor, e foi assinado pelos administradores da Manasa para atender exclusivamente a esse interesse. A Manasa e seus acionistas minoritários sofreram grandes prejuízos com a assinatura desse documento, que não respeitou o disposto no Estatuto.

Mesmo pelas condições descritas no Segundo Aditivo, o fluxo de caixa positivo não corresponde ao valor pago como encargos à família Lacombe, especialmente porque a fórmula de cálculo do fluxo de caixa prevê a dedução das obrigações devidas a debenturistas. O valor devido a debenturistas, se deduzido do valor recebido da Viking, não restaria saldo suficiente para pagar os mais de R\$ 78 milhões a título dos contratos de mútuo.

#### Pedidos

Asia Crystal e Agatex são empresas vinculadas à controladora indireta Traninvest. Portanto a estrutura acionária deve ser refeita a fim de expurgar essas empresas do bloco de acionistas titulares de ações em circulação no mercado.

Cabe uma revisão radical do preço da oferta. Avaliando-se o grande patrimônio imobiliário da empresa (33.000 hectares de terras no Paraná e 7.000 hectares de florestas jovens, plantadas com modernas técnicas de plantio e extremamente bem cuidadas), expurgando-se do passivo da empresa a parte da dívida com a controladora indireta, que só poderia ser exigida nos termos estipulados no Primeiro Aditivo.

### **5. NOSSAS CONSIDERAÇÕES:**

#### **5.1. Preço Médio Ponderado AJUSTADO**

De acordo com renomados especialistas em avaliação de empresa, como por exemplo o professor Aswath Damodaran, *"A avaliação por desconto de fluxo de caixa é condicionada ao conceito de "negócio em andamento", com fluxo de caixas continuando no futuro. Como consequência, outras abordagens podem ser necessárias para se avaliar uma empresa em que a dificuldade é severa o suficiente para ser terminal."*

*Segundo o autor, Companhias em que não há possibilidade de retorno dos ativos são melhores avaliadas pelo método do patrimônio líquido a valores de mercado.*

*"O valor de liquidação de uma empresa é o agregado de valor que os ativos da empresa teriam no mercado, líquido de custos legais e de transação. O valor do patrimônio líquido pode ser obtido subtraindo-se o valor da dívida pendente do valor dos ativos."*

*"valor do patrimônio líquido = valor de liquidação dos ativos – dívida pendente"*

Esse é o caso da Manasa, segundo o avaliador, porém tal critério não foi adotado.

Ademais, não é usual nas operações de OPA, registradas nos termos da Instrução, a adoção do critério do preço médio ponderado da cotação das ações, excluindo-se períodos que o avaliador julgou anormal, por conta de interpretação errônea dos investidores.

Além disso, a Ofertante alega que o reclamante especula com ações da Companhia, cuja liquidez é baixa. Tal afirmação não ajuda a escolha do critério adotado pelo Avaliador.

Por fim, o período expurgado foi exatamente o de maior liquidez, e, portanto, o que aproximaria mais a cotação do Preço Justo. Como todos sabem, quanto mais líquido for o mercado mais próximo está a cotação do Preço Justo.

Em consequência, somos contrários a adoção do procedimento diferenciado, ora proposto pela Ofertante.

#### **5.2. Natureza do Acionista Reclamante**

A Ofertante considera o reclamante pessoa ligada ao bloco de controle, e portanto, não tendo legitimidade para agir como titular de ações em circulação, pelo fato de este ser quotista da controladora direta da Manasa (T & T Participações Ltda).

Por outro lado, o reclamante esclarece que participa apenas com 10% do capital social da T & T Participações Ltda, sendo a Traninvest — Comércio e Participações Ltda. a quotista majoritária da T & T, e conforme consta do contrato social, sócio responsável pela gestão e direção dos negócios.

O reclamante detém 0,05% das ações ordinárias e 6,39% das ações preferenciais, totalizando 4,28% do capital total da Manasa, sendo considerado no Edital de OPA como ações em circulação.

Entendemos que o reclamante pode ser considerado titular de ações em circulação, pelas razões expostas acima, uma vez que não exerce função de controle, conforme disposto no art. 3º da Instrução, verificando-se, inclusive, desalinhamento nas intenções do reclamante e da T & T.

Todavia, por abrir precedente, julgamos que tal entendimento deva ser submetido à apreciação do Colegiado.

### **5.3. Gebepar + Asia Crystal**

O fato de o proprietário da Gebepar ser o pai de um dos conselheiros de administração da Manasa não significa que tal acionista seja, necessariamente, pessoa ligada ao acionista controlador. Conforme esclarecido pela Ofertante, verificamos que o conselheiro indicado pela Gebepar não prevaleceu em decisão da administração da Manasa de vender à Viking árvores maduras, a ponto de entrar com medida liminar, tentando impedir tal alienação de ativos, e chegando-se a um acordo que consiste na realização de oferta pública de aquisição de ações.

Tal acordo ocorreu nas seguintes condições: (i) ratificação pelo conselheiro da Gebepar da aprovação do contrato de compra e venda de árvores celebrado pela Manasa com o Viking Global Timber Fund, que foi aprovado originalmente pela reunião do conselho de administração realizada em 24 de junho de 2004; e (ii) aprovação de utilização de 80% do preço de venda das florestas na amortização da dívida da companhia para com acionistas controladores e debenturistas, ressalvada a hipótese de qualquer necessidade eventual exigir a manutenção de maior parcela dos recursos aplicada na empresa; (iii) Traninvest, direta ou indiretamente, após a concretização da venda de árvores para a Viking, com o efetivo recebimento da primeira parcela do preço, se obriga a fazer Oferta Pública de Aquisição de Ações da Manasa ("OPA").

Em conseqüência, entendemos que, com relação ao acionista Gebepar, o mesmo deve ser considerado titular de ações em circulação.

Em relação ao acionista Asia Crystal, também não restou comprovado que o referido acionista seja pessoa ligada ao acionista controlador, de modo que devemos considerá-lo titular de ações em circulação, nos termos do art. 3º da Instrução.

Registre-se que, desde o formulário IAN arquivado nesta CVM de 2000 até a presente data, nem Asia Crystal nem Gebepar aparecem como acionista controlador, apenas como acionistas detentores de mais de 5% das ações com direito a voto.

Quanto ao contrato de mútuo e aos aspectos contábeis citados, encaminhamos cópia do Processo à SEP para conhecimento e providências cabíveis.

### **5.4. Tempestividade para Revisão**

A Ofertante abriu prazo de 15 (dias) para revisão da avaliação da Companhia, quando da disponibilização do referido documento na CVM, em 17.06.05.

A empresa responsável pelo Laudo de Avaliação atende à condição de experiência em avaliação de companhias abertas, tendo realizado avaliação da Technos Relógios, em OPA de aumento de participação registrada nesta CVM. Realizou, também avaliações para as seguintes companhias abertas: Belgo- Mineira, Gradiente, Mahle - Metal Leve e Fosfertil.

No entanto, não consideramos que o critério adotado pela Avaliadora para definição de Preço Justo atende às disposições contidas na Instrução, de modo que deve ser reapresentado novo laudo de avaliação, contemplando o critério do preço médio ponderado das ações da Manasa, nos termos do art. 8º da Instrução.

Caso o Colegiado aprove os termos deste Memorando, entendemos que se deve abrir novo prazo de 15 (quinze) dias, a contar da data em que a Ofertante disponibilizar ao mercado, ou alternativamente, da data da publicação do edital de OPA, para o exercício do direito de que trata o art. 4º-A da Lei das S.A.

Quanto à avaliação da Companhia pelo critério de Patrimônio Líquido a valor de mercado, nos termos do art. 183 da Lei das S.A., os acionistas alvo da oferta, se entenderem que este é o melhor critério de avaliação, têm a faculdade requerer a realização de novo laudo, contemplando tal critério durante eventual período de revisão.

## **6. CONCLUSÃO**

Em razão da complexidade do tema, propomos encaminhar o presente Processo ao SGE para que o pedido de adoção do procedimento diferenciado, de que trata o art.34 da Instrução, seja apreciado pelo Colegiado desta CVM.

Atenciosamente,(Original assinado por)

Reginaldo Pereira de Oliveira

Gerente de Registro 1

De acordo, ao SGE,

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

C.C. SEP/SNC