

Senhor Superintendente,

Trata-se de análise de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações de emissão de Copesul – Companhia Petroquímica do Sul, CNPJ nº 88.948.492/0001-92, para cancelamento de seu registro de companhia aberta, protocolada nesta CVM em 18/4/2007.

Tal pedido foi precedido de publicação de aviso de fato relevante, nos termos da Instrução CVM nº 358/02, em que se declarou que o laudo de avaliação foi disponibilizado na sede da Bovespa, da Braskem S.A. e da ofertante, EDSP58 Participações S.A., da instituição intermediária, UNIBANCO – União de Bancos Brasileiros S.A., da Copesul e da CVM.

Na seqüência, acionistas minoritários da Copesul apresentaram reclamação junto a esta Comissão, pleiteando a determinação da realização de oferta pública por alienação indireta do controle da companhia, no âmbito da aquisição das companhias do Grupo Ipiranga. Ressalta-se que o presente pedido encontra-se em fase recursal, sob a relatoria do Diretor Eli Loria no Processo CVM Nº RJ-2007-7230.

Alegaram, ainda, que, *"pela situação de incerteza gerada com o processo de aquisição das sociedades do Grupo Ipiranga, em decorrência das graves falhas de divulgação detectadas nesta operação – incluindo a discussão sobre a ocorrência de alienação de controle na Copesul – seria evidente que os acionistas minoritários poderão não se mobilizar pelo simples fato de que confiam num juízo favorável da CVM sobre a ocorrência de alienação de controle da Copesul, em consequência das incertezas que cercam a realização da OPA e o preço ofertado – que seria objeto de contestação específica.*

Os acionistas minoritários ponderam a presente situação para que possam decidir ou não pelo exercício da prerrogativa assegurada pelo art. 4º-A da Lei de S.A. – o que demanda esforço de organização, contratação de assessores legais e financeiros para apresentação da contestação ao preço no requerimento de convocação da assembleia de minoritários, e procura de instituição avaliadora apta a formular o laudo de revisão do preço."

À época, solicitaram que esta CVM desconsiderasse os efeitos do protocolo do pedido de registro da OPA de cancelamento de registro de companhia aberta da Copesul até que fosse proferida uma manifestação concreta e definitiva sobre a aplicabilidade do art. 254-A da Lei de S.A. ao caso em tela.

Quando da elaboração do Memo nº 147/2007, contemplando nossa manifestação acerca da inaplicabilidade do art. 254-A da Lei nº 6404/76 ao caso da Copesul, afirmamos que, quanto ao pedido de reabertura do prazo para formular pedido de revisão do preço da OPA para cancelamento de registro de Copesul, trataríamos do assunto no âmbito do Processo 2007-3623, em que verificaríamos se as exigências formuladas no laudo de avaliação e a questão levantada sobre a classificação de pessoas ligadas ao controlador seriam determinantes para justificar a reabertura de prazo.

Em decorrência da análise da documentação que instrui o processo de OPA, passamos a tecer considerações sobre os pontos mais relevantes.

Público-alvo da Oferta

Preliminarmente, cabe salientar a relevância da precisão na definição do público-alvo de oferta, que objetiva o cancelamento de registro de companhia aberta.

Em primeiro lugar, o status de acionista detentor de ações em circulação o eleva à categoria de acionista capaz de se manifestar, concordando ou discordando do cancelamento de registro, ou seja, suas ações são computadas no cálculo descrito no art. 16 da Instrução CVM 361.

Em segundo lugar, o status de acionista detentor de ações em circulação o integra no cômputo dos dez por cento a ser atingido para que seja requerida a revisão do preço da oferta, de acordo com o art. 4º-A da Lei nº 6404/76.

Assim, no Ofício de exigências enviado em 18/5/2007 à instituição intermediária da OPA, solicitamos o cumprimento da seguinte exigência:

"Tendo em vista o disposto no item 5.3 [composição acionária da companhia], solicitamos encaminhar, até o nível de pessoa física, o quadro da composição acionária atual da Companhia, incluindo a composição acionária das entidades estrangeiras que detêm participação na Copesul, em especial o BR FUND LLC. Ademais, tendo em vista as responsabilidades da Instituição Intermediária previstas no art. 7º, §§ 1º e 2º, da Instrução, encaminhar declaração, devidamente identificada e assinada por seu diretor-estatutário, acerca do cumprimento de seu dever de diligência na verificação da veracidade das informações prestadas pela Ofertante quanto à definição do público-alvo da presente oferta."

Em atendimento, o Unibanco, a Braskem e a ofertante respondem como se segue:

"1.10 Em atendimento a essa exigência, a Ofertante solicitou à Copesul o envio de carta a todos os seus acionistas – pessoas jurídicas - , inclusive os fundos de investimento, requerendo a relação nominal de seus acionistas / quotistas, assim como a respectiva participação de tais investidores nessas sociedades. As cartas foram enviadas aos acionistas da Copesul em 06 de junho de 2007. Nesse sentido, tão logo recebemos as respostas de todos os acionistas da Copesul, encaminharemos as cartas a esta CVM.

Não obstante, esclarecemos que a Ofertante e a Braskem não dispõem de meios suficientes para exigir a disponibilização da composição acionária das entidades estrangeiras que detêm participação na Copesul, a exemplo do BR FUND LLC.

A uma porque nenhum desses investidores mantém vínculo ou representa o mesmo interesse da Ofertante ou da Braskem.

A duas porque, quando se trata de investidor estrangeiro cujos recursos ingressam no País na modalidade de investimento estabelecida pela Resolução CMN nº 2.689/2000 e pela Instrução CVM nº 325/2000 e cujas ações detidas na Copesul foram adquiridas em bolsas de valores, sem qualquer influência ou medida por parte da companhia a Companhia não tem como restringir tal negociação. De fato, a citada resolução trata do mecanismo conhecido no mercado como "investimento portfolio", sendo caracterizado por ser um instrumento que permite a qualquer

investidor estrangeiro, incluídos os fundos de investimento estrangeiros, participar de companhias abertas, mediante a aquisição de suas ações em bolsa de valores ou mercados de balcão organizado. E por serem tais negociações cursadas em mercado públicos, não têm as companhias abertas como impedir ou restringir tais operações, não fugindo a Copesul à regra.

Pelas características desse tipo de investimento, a Copesul não teria como exigir seja do investidor estrangeiro, seja do seu representante no País ou da instituição custodiante (conforme previstos nas normas acima citadas) quaisquer informações a respeito de sua composição acionária.

Por fim, no que respeita ao BR FUND LLC, em especial, ressaltamos que as informações ora solicitadas já haviam sido requisitadas pela Copesul (conforme solicitação da CVM com relação ao IAN da Copesul), em 01 de fevereiro de 2007, tendo sido negadas com base no fato de que, de acordo com a legislação aplicável no país onde foi constituído o fundo, essas informações não podem ser fornecidas a terceiros.

Em razão disso, portanto, entendemos que a exigência foi atendida pela Ofertante, uma vez que solicitou o envio de carta aos acionistas da Copesul e tomou todas as demais medidas cabíveis a fim de atender a requisição desta D. CVM.

Adicionalmente, no que se refere à Declaração da Intermediadora a respeito das responsabilidades do art. 7º, §§ 1º e 2º da Instrução nº 361/02, encaminhamos a carta que consta do Anexo IV."

Nesse ponto, entendemos cumprida a exigência, bem como sanadas as reclamações de investidores, haja vista as responsabilidades da ofertante e da instituição intermediária, nos termos do art. 7º, da Instrução CVM 361, além da declaração expressa da ofertante e da Braskem de que "nenhum desses investidores mantém vínculo ou representa o mesmo interesse da Ofertante ou da Braskem", afastando tais investidores da definição de pessoa vinculada prevista no art. 3º, inciso VI, da Instrução CVM 361.

Conflito do Avaliador

A Instrução CVM 361, em seu art. 8º e Anexo III, exige a declaração do avaliador de que não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções.

Ademais, o referido Anexo III também exige informações comerciais e creditícias de qualquer natureza que possam impactar o laudo de avaliação.

Desse modo, o laudo protocolado nesta Comissão em 18/4/2007 trazia as seguintes declarações: (i) O Calyon chegou a tais conclusões de forma independente e sem que tenha havido uma influência indevida ou imprópria, de maneira direta ou indireta, da Braskem ou da Copesul; e (ii) Não obstante o Calyon estar participando no empréstimo para a Braskem para o financiamento da aquisição do Grupo Ipiranga conjuntamente com o Grupo Ultra e a Petrobras, é certo que o Calyon não está participando de qualquer financiamento relativo à Oferta Pública de Cancelamento de Registro da Copesul.

Solicitamos o atendimento à exigência a seguir, tendo em vista nosso entendimento de que as declarações acima não eram "completas, precisas, claras e objetivas", como requer o item I do Anexo III da Instrução CVM 361:

"Tendo em vista a seguinte declaração: "o Calyon estar participando no empréstimo para a Braskem", inserir o valor do empréstimo e sua manifestação sobre o conflito de interesses, nos exatos termos do disposto no Anexo III, item X.d.3."

Em resposta, foi inserida na página 12 do laudo a seguinte declaração: " O Calyon, em conjunto com dois outros bancos, concedeu empréstimo-ponte à Braskem no valor de US\$400 milhões cada um, destinados à aquisição das ações do Grupo Ipiranga, sendo que é certo que o Calyon não está participando de qualquer financiamento relativo à Oferta Pública de cancelamento de Registro da Copesul. O referido empréstimo não representa conflito de interesses que diminua a independência necessária ao desempenho, pelo Calyon, de suas funções de avaliador da Copesul", bem como a informação de que o custo do laudo, no valor de US\$ 350 mil, será pago pela ofertante.

No que se refere ao tema 'conflito de interesse em laudo de avaliação', somos remetidos à decisão do Colegiado de 18/6/2002, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações, por permuta, para cancelamento de registro de companhia aberta de Bahia Sul Celulose S.A., por parte da Suzano de Papel e Celulose S.A.

À época, foram apresentados dois laudos de avaliação das ações de emissão de ambas as companhias, um do UBS Warburg S.A. e outro do J.P. Morgan.

O J.P. Morgan tinha vínculo com a Chase Manhattan International Inc. – Chemco, que detinha 17,75% das ações preferenciais da Suzano. Por esse motivo, a SRE entendeu que havia conflito de interesses na participação do J.P. Morgan, uma vez que ele foi um dos elaboradores do laudo de avaliação e a existência de vínculo entre Suzano e J.P. Morgan seria um motivo para que o laudo de avaliação do J.P. Morgan fosse retirado do processo de oferta.

O Colegiado, por maioria, decidiu, no que concerne ao potencial conflito de interesses do JP Morgan na elaboração do laudo de avaliação das ações da Suzano e da Bahia Sul, em virtude da participação relevante de empresa de seu grupo no capital da primeira, que:

- i. *"A questão do conflito de interesses é irrelevante para o caso concreto, uma vez que a Instrução CVM nº 361 exige apenas um único laudo de avaliação e a ofertante apresentou dois laudos, um elaborado pelo UBS e o outro elaborado pelo JP Morgan. Vê-se, assim, que o laudo do JP Morgan está abundando, pois excede da exigência legal, o que torna, como se disse, irrelevante o exame, in casu, sobre a existência ou não do conflito de interesses, que não teria utilidade prática, haja vista que foi apresentado um laudo que, inequivocamente, não contém conflito de interesses, que é o laudo elaborado pelo UBS.*
- ii. *Ressalte-se, ainda, que o laudo em questão apresenta valores próximos ao laudo elaborado pelo UBS, não havendo portanto discrepância que indique, ao menos a princípio, que o JP Morgan tenha atuado sem observar a boa técnica de avaliação, ou sem a independência necessária para desempenhar sua função de avaliador, colocando eventuais outros interesses à frente de sua responsabilidade como avaliador."*

Entendeu, ainda, o Colegiado que deveria "constar do edital o alerta de que uma sociedade relacionada ao JP Morgan possui participação de aproximadamente 10% no capital total da Suzano, cabendo ao público dar o crédito que achar conveniente a este laudo adicional. Assim, cada acionista minoritário da Bahia Sul estará apto a fazer seu próprio julgamento sobre a existência ou não de conflito de interesses e do favorecimento ou prevalência de determinado interesse."

Quanto ao exame de mérito do conflito de interesses, manifestou-se o Colegiado que, caso fosse necessário na espécie, exigiria o conhecimento detalhado da estrutura societária, organizacional e de decisão do grupo empresarial no qual se inserem o JP Morgan e a Chemco, avaliando-se, inclusive,

questões relativas a *chinese wall* e outras tantas, tradicionalmente admitidas como formas para tratar o conflito de interesses, sem prejuízo do direito de contraditório que seria de rigor. O exame do conflito deve ser sempre casuística e considerar o conflito substancial, e não meramente formal.

Finalmente, ressaltou a faculdade atribuída aos acionistas minoritários de solicitarem a realização de uma assembléia especial na qual se discutiria a conveniência da elaboração de nova avaliação, nos termos do artigo 4º-A da Lei nº 6404/76, o que permitiria aos minoritários não só o direito de resistirem à oferta, mas também de exigir uma nova avaliação.

Nesse caso, cabe lembrar que a ex-Diretora Norma Parente apresentou voto entendendo que o laudo deveria ser excluído e averiguada a responsabilidade do JP Morgan por sua declaração de que não tinha conflito que comprometesse a sua independência através de procedimento administrativo sancionador.

Já o ex-Presidente da Autarquia, José Luiz Osório de Almeida Filho, acompanhou o ex-Diretor Luiz Antonio Campos e o ex-Diretor Wladimir Castelo Branco, uma vez que, na operação, já havia um laudo de avaliação elaborado por outra instituição de primeira linha sem conflito, mas concordou com a afirmativa da Diretora Norma de que o JP Morgan deveria ter se declarado impedido.

De volta ao caso Copesul, esta área técnica entende que o Calyon deveria ter se declarado impedido, já que participa do financiamento de 1/3 do valor obtido pela Braskem como empréstimo-ponte para viabilizar sua participação na aquisição do Grupo Ipiranga, nos termos do fato relevante divulgado em 12/4/2007.

A despeito de sua manifestação de que não está participando do financiamento da OPA, é óbvio que, na qualidade de credora da Braskem, há um interesse indireto em baixar os gastos da devedora com a oferta. Além disso, o cancelamento de registro de Copesul foi anunciado no mesmo fato relevante que noticiou a compra do Grupo Ipiranga, mostrando a relação entre o cancelamento de registro e o fato de a Braskem ter se tornado a única controladora da Copesul.

Depreende-se da decisão de Bahia Sul que foi determinante a existência de um segundo laudo elaborado por empresa independente e da possibilidade de os minoritários pedirem a revisão do preço da oferta.

No caso Copesul, não há outro laudo integrante do processo de cancelamento de registro de companhia aberta e, diferentemente da praxe adotada pelo mercado em casos de OPA para cancelamento de registro, o pedido de revisão do preço da oferta não será aberto quando da publicação do Edital.

Salienta-se que, nas 2 OPA registradas em 2007 e em 7 das 9 registradas em 2006, o referido prazo começou a correr da publicação do Edital.

No entanto, é importante frisar que, em fato relevante divulgado em 19/3/2007, foi noticiada ao mercado a existência de laudo de avaliação confeccionado pelo Deutsche Bank, com o seguinte propósito:

"(b) Avaliações e Demais Informações das Incorporações de Ações. Após a conclusão das OPAs Tag Along, a Ultrapar irá publicar novo fato relevante na forma requerida pela Instrução CVM nº 319, apresentando informações detalhadas sobre as pretendidas Incorporações de Ações.

O Deutsche Bank S.A – Banco Alemão foi contratado para preparar o laudo de avaliação relacionado às Incorporações de Ações."

Em 13/4/2007, o referido laudo tornou-se público, via Sistema IPE. Ressalta-se que este também integra os pedidos de registro de oferta pública por alienação de controle das companhias do Grupo Ipiranga, protocolados nesta Comissão em 2/5/2007.

Nesse laudo, o Deutsche declara:

"De acordo com o exigido pela Instrução CVM n.º 361/02, o Deutsche Bank declara que em 4 de Abril de 2007:

- Não há quaisquer relações comerciais e creditícias que possam impactar o Laudo de Avaliação*
- Não há conflito de interesse que comprometa sua independência necessária à elaboração do Laudo de Avaliação*
- Deutsche Bank e suas afiliadas detinham: 8.527 ações preferenciais de emissão da Braskem e 171.000 American Depositary Receipts ("ADRs") da Braskem; 62.175 ações ordinárias de emissão da Petrobras e 500.540 ADRs da Petrobras; o Deutsche Bank e suas afiliadas não detinham, direta ou indiretamente, ações de emissão de CBPI, DPPI e RIPI, nem ADRs da Ultrapar, Petrobras, Braskem, além dos mencionados acima*
- O Deutsche Bank realiza operações de compra / venda de valores mobiliários com a Petrobras e a Braskem, incluindo operações com derivativos*
- Em maio de 2006, o Deutsche Bank recebeu da Petrobras R\$2.673.760,50, líquidos de impostos, decorrentes de serviço de assessoria financeira e de estruturação relacionados à aquisição da participação da ABB na Termobahia.*
- O Deutsche Bank não recebeu remuneração da Ultrapar, Braskem, CBPI, DPPI ou RIPI relacionados a serviços de consultoria financeira, consultoria de modo geral ou auditoria, bem como qualquer serviço de banco de investimento nos últimos 12 meses anteriores ao dia 2 de maio de 2007*
- O Deutsche Bank receberá US\$ 3.000.000,00 líquido de impostos como remuneração pela preparação do Laudo de Avaliação"*

E, uma vez que as avaliações feitas envolviam também a análise da Ipiranga Petroquímica S.A., controladora de Copesul, consta do laudo do Deutsche uma avaliação por fluxo de caixa descontado desta companhia.

Quanto ao teor, confrontando os laudos elaborados pelo Calyon e pelo Deutsche, encontramos respectivamente os seguintes dados para Copesul:

- i. WACC: 10,6% / 11,2%
- ii. crescimento na perpetuidade: 2%
- iii. ápice de queda na receita em 2010-2011
- iv. valor presente da companhia a taxas de desconto de 10,6% pelo Calyon e 10,7% pelo Deutsche: R\$ 5.672 milhões / R\$ 5.918 milhões (diferença de R\$ 246 milhões)
- v. valor presente da companhia a taxas de desconto de 11,1% pelo Calyon e 11,2% pelo Deutsche: R\$ 5.448 milhões / R\$ 5.635 milhões

(diferença de R\$ 187 milhões)

vi. dívida líquida: R\$ 298,39 mil / R\$ 304,44 mil (diferença R\$ 6,05 mil)

vii. o Calyon chega a um valor por ação de emissão da Copesul de R\$ 35,74 (WACC 10,6%) e R\$ 34,25 (WACC 11,1%)

viii. a avaliação do Deutsche leva a um valor por ação de emissão da Copesul de R\$ 37,37 (WACC 10,7%) e R\$ 35,49 (WACC 11,2%)

ix. a oferta foi formulada ao preço de R\$ 37,60 por ação ordinária de Copesul.

Pela relação direta entre os temas, optamos por apresentar nossa posição sobre o presente tópico 'Conflito do Avaliador' em conjunto com a conclusão do tópico seguinte deste Memorando.

Revisão do Preço da Oferta

Inicialmente, para facilitar nossa abordagem, transcrevemos o disposto no art. 4º-A da Lei nº 6404/76:

"Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º.

§ 1º O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembleia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação.

§ 2º Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria.

§ 3º Os acionistas que requererem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública.

§ 4º Caberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4º e neste artigo, e fixar prazos para a eficácia desta revisão."

Nota-se que, atendendo à determinação constante do § 4º supra, a CVM indicou, no art. 24, inciso I, da Instrução CVM 361, que o prazo para se formular o pedido de revisão do preço de oferta pública seria de 15 dias, contado da divulgação do valor da oferta pública, após a entrega do laudo de avaliação à CVM e sua subsequente disponibilização ao público.

Não é muito lembrar que a praxe do mercado, comungada por nós, orienta no sentido da abertura desse prazo quando da publicação do Edital. E por quê?

Porque somente após a concessão do registro, com a devida análise pela CVM do atendimento aos requisitos legais aplicáveis, que se pode considerar como divulgado, via publicação do Edital, o valor da oferta, conforme preceitua o art. 24, inciso I, da Instrução CVM 361.

Vale ilustrar que, no Ofício enviado à instituição intermediária em 18/5/2007, foram formuladas 38 exigências referentes ao laudo de avaliação da companhia. Algumas de caráter mais formal, de adequação ao Anexo III da Instrução CVM 361 e outras relevantes de caráter elucidativo, como aprimoramento e esclarecimentos sobre as projeções de investimento, queda da receita líquida, cálculo do risco-país, desconsideração de ganhos de sinergia, inclusão de memórias de cálculo do beta, estrutura-alvo de capital e da dívida líquida da companhia.

A título exemplificativo, podemos evidenciar as seguintes passagens do laudo de avaliação elaborado pelo Calyon, antes e depois das nossas exigências:

- a. Responsabilidades do avaliador – o Anexo III da Instrução CVM 361 indica que o laudo reflete a opinião do avaliador quanto ao valor para o objeto da oferta, não devendo ser confundida tal opinião com recomendação do preço da oferta. Ademais, o avaliador não será responsável por conduzir uma verificação independente, aceitando e utilizando as informações fornecidas, salvo se entender que as mesmas não são consistentes. A nosso ver, as isenções constantes da seção "Notas Importantes" do laudo excediam as previstas na Instrução. Desse modo, constava da versão de 18/4/2007:

"Ao preparar este Laudo de Avaliação, presumimos e confiamos, sem investigações independentes, na exatidão, conteúdo, veracidade, consistência, completude, ..."

"Não expressamos qualquer opinião a respeito do valor ofertado pelas ações da Copesul no âmbito da Oferta Pública... "

Já no laudo de 26/6/2007:

"Uma vez que não foram identificadas inconsistências nas informações prestadas pela Copesul e pela Braskem, presumimos e confiamos na exatidão, conteúdo, veracidade,..."

"Este Laudo de Avaliação foi preparado nos termos do art. 8º da Instrução CVM 361, e expressa a opinião do Calyon quanto ao preço justo das ações da Companhia..."

- b. Método do Fluxo de Caixa Descontado – inclusão no laudo apresentado em 26/6/2007:

b.1. esclarecimentos sobre a utilização de US\$ constantes no cálculo da seção "Principais Preços e Custos" e US\$ Nominais nos fluxos de caixa de demonstrativos financeiros consolidados, bem como explicações sobre a definição de ciclo operacional completo de 10 anos para o setor de atuação da companhia;

b.2. fontes utilizadas para cálculo do "Margin Sharing";

- b.3. apêndice detalhando o cálculo do beta;
- b.4. memória de cálculo da estrutura-alvo de capital da companhia;
- b.5. memória de cálculo do capital de giro da companhia;
- b.6. compatibilização da tabela de investimentos com a linha de investimentos utilizada no cálculo do fluxo de caixa da companhia; e
- b.7. além do envio de esclarecimentos detalhados na petição (não inseridos no laudo): utilização de risco-país diverso da tendência atual; memória de cálculo da alíquota de imposto utilizada; compatibilização da projeção de investimentos vis-à-vis as previsões dispostas no formulário IAN de 2006; conta Depreciação (somente reavaliações).

Por fim, solicitamos a informação sobre o valor do empréstimo feito pela Braskem junto ao Calyon.

Em decorrência, no que tange ao conflito de interesses do avaliador, entendemos que o Calyon deveria ter se declarado impedido para a elaboração do laudo de avaliação da Copesul, tendo em vista o conflito, no mínimo, potencial com a Braskem S.A.

No entanto, podemos considerar válida a apresentação do laudo do Calyon:

- i. desde que comprovado que o Deutsche também não está em situação de conflito, ainda que potencial, tendo em vista a existência de outro laudo, elaborado na mesma época, com resultados e premissas semelhantes;
- ii. conste do Edital da OPA a informação sobre a existência do laudo elaborado pelo Deutsche;
- iii. conste do Edital o alerta sobre o valor do referido empréstimo e que cabe ao público dar o crédito que achar conveniente à avaliação; e
- iv. desde que seja reaberto o prazo para pedido de revisão do preço da oferta, nos termos abaixo descritos.

Já no que concerne ao prazo para pedido de revisão de preço, ressaltamos que esta área técnica já determinou sua reabertura a partir da publicação do Edital em outras ofertas públicas, como abaixo descrito:

- a. Processo 2002-6554 – Geral de Concreto S.A. – critério utilizado pelo avaliador para determinação do preço justo não estava devidamente fundamentado, culminando com a modificação do método inicialmente empregado, quando do atendimento de exigências;
- b. Processo 2005-1945 – Jari Celulose S.A. – não-publicação do aviso de fato relevante, nos termos do art. 9º da Instrução CVM 361; e
- c. Processo 2006-8131 – Indústrias Micheletto S.A. - o fato relevante datado de 20/10/2006 anunciava a deliberação de realização de OPA, visando o cancelamento de seu registro como companhia aberta e o preço da oferta sem, contudo, informar sobre a abertura do prazo de revisão, a quantidade de valores mobiliários a serem adquiridos e as condições de pagamento.

Isto posto, somos favoráveis à reabertura de prazo para pedido de revisão do preço da OPA da Copesul, considerando que:

- i. a Lei 6404/76 prevê que cabe à CVM disciplinar o disposto no art. 4º-A e fixar prazos para a eficácia da revisão;
- ii. o laudo original apresentado a esta CVM foi alterado, dando maior clareza aos investidores e informações sobre as premissas adotadas, possibilitando que os minoritários possam apontar eventuais falhas ou imprecisões, de modo fundamentado, conforme requer o art. 24, inciso I, da Instrução CVM 361;
- iii. a despeito de o fato relevante publicado em 18/4/2007 dar notícia do pedido de registro de OPA com a disponibilização do laudo de avaliação da Copesul, não faz qualquer menção a prazo e procedimentos a serem adotados para pedido de revisão do preço da oferta;
- iv. somente com o atendimento das exigências formuladas, foi tornado público o valor do empréstimo da Braskem junto ao Calyon, avaliador da Copesul;
- v. os minoritários de Copesul não foram informados da existência de outra avaliação desta companhia, no âmbito das OPA das demais companhias do Grupo Ipiranga;
- vi. apesar de podermos considerar a validação do laudo elaborado pelo Calyon, tendo em vista a existência do laudo elaborado pelo Deutsche, o precedente de Bahia Sul indica, como condição para que aquela oferta seguisse adiante, a possibilidade de revisão do preço da oferta a partir da publicação do Edital daquela OPA; e
- vii. a praxe do mercado, que deve ser mantida, especialmente em casos complexos como o ora em análise, que ainda aguarda uma manifestação definitiva desta Autarquia sobre a obrigatoriedade ou não de realização de OPA por alienação indireta de controle de companhia aberta.

Outras Questões

1. Sinergias

Nesse tocante, formulamos as exigências abaixo:

"Elidir o seguinte período: "Nossas análises consideram a operação da Copesul de forma independente ("stand-alone basis") e, portanto, não incluem benefícios ou perdas operacionais, fiscais ou de outra natureza, eventual ágio, nem quaisquer sinergias, valor incremental e/ou custos, caso existam, que a Copesul possa ter por força de integração com outros ativos ou por qualquer outra operação", uma vez que as variáveis citadas como "não incluídas" são essenciais para a avaliação de fluxo de caixa descontado da companhia, com projeções de 10 anos, tendo em vista que: (i) a data de elaboração do laudo é posterior à data de divulgação da aquisição das ações das sociedades do Grupo Ipiranga; (ii) a avaliação se baseou, além das demonstrações financeiras de dezembro, em informações públicas disponíveis;"

"Quadro "Participação por Cliente na Receita Líquida (em 2006)" (p. 16) – Tendo em vista que Braskem será controladora isolada de Copesul, acrescentar em seção que julgar pertinente o impacto de alteração no controle, uma vez que Braskem e Ipiranga Petroquímica S.A. são responsáveis por 35% da receita gerada pelo Eteno, e 22,8% da receita gerada pelo Propeno;"

Em resposta, o Unibanco informou que a avaliação foi feita de forma independente ("stand alone basis"), baseado nas seguintes considerações: (i) não existe nenhuma previsão ou cronograma de consolidação da Copesul; e (ii) a Copesul apresenta alto nível de eficiência quando comparado aos seus pares, e, desta forma, o Calyon concluiu que a consolidação do controle pela Braskem e a

inclusão do novo acionista Petrobras não resultarão em um aumento adicional de eficiência operacional da Copesul.

Ademais, "*como a Calyon entende que as eventuais perdas operacionais, sinergias e/ou custos somente poderiam ocorrer em consequência de uma consolidação das operações da Copesul, tanto com as empresas do Grupo Ipiranga quanto com a Braskem, e que no corrente momento não há nenhuma deliberação neste sentido, a Calyon não tem nenhum subsídio ou informação consistente que pudesse ser considerada na avaliação da referida Companhia.*"

Por fim, apresenta uma série de outras ofertas em que as análises também foram feitas de forma independente, sem considerar eventos ou operações futuras.

Isto posto, desde que o referido esclarecimento seja inserido no laudo de avaliação e tendo em vista os precedentes levantados pelo avaliador, entendemos como atendidas as exigências, sem prejuízo de orientação do Colegiado sobre a validade, em operações futuras, da análise que não considere as sinergias de aquisições já divulgadas ao mercado.

2. Confidencialidade de Documentos

Em 27/6/2007, foi concedido o tratamento confidencial de alguns documentos enviados em atendimento às exigências anteriormente formuladas, cabendo a esta SRE avaliar a necessidade de divulgação das informações.

Tendo em vista que os documentos têm conteúdo de natureza estratégica para a Copesul, entendemos pela manutenção da confidencialidade.

3. Passos seguintes da OPA da Copesul

Cabe acrescentar que a análise da documentação encaminhada em atendimento às exigências formuladas em 18/5/2007 ainda não foi encerrada e vislumbramos o envio de Ofício com reiteração de algumas exigências até o dia 13/7/2007, concedendo prazo de 15 dias para o integral cumprimento.

Conclusão

Em face do todo acima exposto, propomos o envio do presente Processo à Superintendência Geral, para que seja apreciadas pelo Colegiado as questões relativas à definição de público-alvo da OPA, ao conflito do avaliador, à reabertura de prazo para pedido de revisão do preço da oferta e às considerações sobre sinergia, tendo como relatora a SRE/GER-1.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Flavia Mouta Fernandes

Gerente de Registros 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários