



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 30/2020-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 17 de julho de 2020.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

**Assunto: Recurso contra Decisão da SRE - OPA por alienação de controle de Tronox Pigmentos do Brasil S.A. - Processo CVM nº 19957.005411/2019-39**

Senhor Superintendente,

1. Referimo-nos aos expedientes encaminhados à CVM em 09/04/2020, 19/05/2020 e 25/06/2020 (documentos 0974235, 0974236, 0995598, 0995599, 0995605, 1042374, 1042404 e 1043340) por Millenium Inorganic Chemicals Holdings Brasil Ltda. ("Ofertante" ou "Recorrente"), todos referentes à interposição de recurso contra decisão desta Superintendência ("Recurso"), que indeferiu, em 27/02/2020, por meio do Ofício nº 28/2020/CVM/SRE/GER-1 (documento 0935090), o pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA" ou "Oferta") por alienação indireta de controle de Tronox Pigmentos do Brasil S.A., antiga Cristal Brasil S.A. ("Companhia" ou "Tronox Brasil").
2. A propósito, após análise realizada por meio do Relatório nº 11/2020-CVM/SRE/GER-1 (documento 0944643), chegamos ao entendimento de que o pedido de registro da OPA deveria ser indeferido, uma vez que, mesmo após terem sido encaminhados 4 Ofícios que trataram da Demonstração Justificada de Preço ("DJP"), pontuando, de forma didática, o que deveria ser feito para que fosse observada a regulamentação aplicável, não foi apresentada uma DJP que demonstrasse, de forma objetiva, a relação entre o preço pago no âmbito da alienação dos negócios de dióxido de titânio 2 pertencentes à The National Titanium Dioxide Company Limited ("Cristal"), que resultou na alienação indireta de controle da Companhia, e o preço a ser oferecido na OPA.
3. Maiores informações sobre os motivos que nos levaram a indeferir o pedido de registro da Oferta e o contexto em que se deu essa decisão serão expostas na seção seguinte do presente Memorando, "Histórico do Processo", onde também serão detalhados os fatos ocorridos no âmbito da transação que deu ensejo à alienação indireta de controle da Companhia ("Transação") e restará claro o motivo pelo qual o presente Recurso só está sendo encaminhado ao Colegiado da CVM neste momento, após o recebimento de 3 expedientes.
4. Antes de passarmos à seção seguinte, cumpre-nos citar que a Tronox Brasil é companhia aberta registrada na CVM na categoria A, com ações negociadas no segmento tradicional de negociação da B3, tendo seu capital social composto por 10.158.398 ações ordinárias e 18.860.349 ações preferenciais, das quais 99,02% e 56,89%, respectivamente, são de titularidade da Ofertante, enquanto 0,98% e 43,11% das

referidas ações encontram-se em circulação, segundo informações constantes do último Formulário de Referência encaminhado pela Companhia, de 15/05/2020, sendo que as ações ordinárias em circulação seriam de titularidade de apenas 135 acionistas, que seriam objeto da OPA, segundo informações encaminhadas pela Ofertante no primeiro protocolo realizado no âmbito de seu pedido de registro, em 10/05/2019.

5. Ademais, ressalta-se que a OPA conta com pleito de adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361"), referentes às dispensas de: (i) realização de leilão em bolsa de valores, conforme previsto no inciso VII do art. 4º e no art. 12 da Instrução CVM 361; (ii) contratação de instituição intermediária, conforme prevista no inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361; e (iii) do disposto no §8º do art. 29 da Instrução CVM 361, de modo que a Ofertante realize o pagamento do Preço da Oferta exclusivamente em dinheiro, ainda que parcela do preço pago no âmbito da Transação tenha se dado em valores mobiliários.

6. A respeito do procedimento diferenciado supracitado, informamos que a análise quanto à possibilidade de sua adoção somente será concluída por esta área técnica quando for superado o tema objeto do presente Recurso, que entendemos ser de suma importância para a realização da Oferta.

### **I. Histórico do Processo:**

7. Em 10/05/2019, foi encaminhado à CVM o pedido de registro da OPA (documentos 0755933, 0755959 e 0755973), com pleito de adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361, acompanhado de alguns documentos, dentre eles a minuta da DJP, tendo sido feita a seguinte explanação sobre a operação que resultou na alienação de controle da Companhia:

#### *"(...)I. ALIENAÇÃO INDIRETA DO CONTROLE DA COMPANHIA*

*2. Histórico. Em 21 de fevereiro de 2017, de um lado, a The National Titanium Dioxide Company Limited ("Cristal"), sociedade limitada constituída de acordo com as leis do Reino da Arábia Saudita, a Cristal Inorganic Chemicals Netherlands Coöperatief W.A., cooperativa constituída de acordo com as leis da Holanda, subsidiária integral da Cristal ("Vendedora") e, de outro lado, a Tronox Limited, uma public limited company constituída de acordo com as leis do Estado de Western Australia ("Tronox"), celebraram Contrato de Transação ("Contrato de Transação") tendo por objeto a alienação dos negócios de dióxido de titânio pertencentes à Cristal ("Negócio"), o que, uma vez satisfeitas todas as condições do Contrato de Transação, resultaria na alienação indireta do controle da Companhia ("Transação").*

*3. A conclusão da Transação ficou condicionada a certas condições usuais de fechamento, incluindo as aprovações antitrustes nas jurisdições envolvidas.*

*4. Em 1º de março de 2018, foi celebrado o 1º aditivo ao Contrato de Transação ("1º Aditivo"), estendendo a data máxima para fechamento da Transação para 30 de junho de 2018, com extensões automáticas de 5 meses até 31 de março de 2019, se necessário, conforme o andamento das aprovações regulatórias pendentes.*

*5. Em 27 de fevereiro de 2019, a Tronox e a Cristal acordaram sobre a prorrogação da data de conclusão da Transação, passando de 31 de março de 2019 para 19 de maio de 2019.*

*6. Também em 27 de fevereiro de 2019, a Tronox realizou determinadas reorganizações societárias que resultaram na criação da Tronox Holdings plc ("Tronox Holdings"), uma public limited company então recém constituída sob as leis da Inglaterra e País de Gales, com endereço de registro à Rua Bury, nº 25, 3º*



*Andar, Londres, CEP SW1Y 2AL, que, por sua vez, tronou-se a sociedade controladora do grupo Tronox, com suas ações ordinárias negociadas publicamente na NYSE sob o código de negociação "TROX" ("Ações Tronox" e "Redomiciliação").*

*7. Em 28 março de 2019, as partes do Contrato de Transação e a Tronox Holdings celebraram o 2º aditivo ao referido instrumento ("2º Aditivo"), com o fim de refletir a Redomiciliação.*

*8. Em 10 de abril de 2019, a Transação foi concluída de acordo com os termos previstos no Contrato de Transação, conforme aditado ("Fechamento"), de modo que a Tronox adquiriu da Vendedora, dentre outros ativos considerados no Contrato de Transação, todas as ações de emissão da Cristal Inorganic Chemicals Netherlands BV ("Ações BV"), controladora indireta da Companhia.*

*9. Como resultado da aquisição das Ações BV, a Tronox passou a deter (i) diretamente, quotas representativas de 99,99% do capital social da Ofertante; e (ii) indiretamente, 8.047.298 ações ordinárias da Companhia, representando 99,02% de todas as ações ordinárias, e 8.583.534 ações preferenciais da Companhia, distribuídas entre 6.178.837 ações preferenciais Classe A e 2.406.696 ações preferenciais Classe B, representando 56,89% de todas as ações preferenciais da Companhia, ou o equivalente a 71,63% do capital social total da Companhia ("Alienação de Controle Indireto").*

*10. O valor total pago no Fechamento à Cristal foi de US\$2.199.120.000,00 (dois bilhões, cento e noventa e nove milhões, cento e vinte mil dólares norte-americanos), dividido da seguinte forma: (i) 76,1%, equivalente a US\$1.673.000.000,00 (um bilhão, seiscentos e setenta e três milhões de dólares norte-americanos), pagos em dinheiro ("Pagamento em Dinheiro"); e (ii) 23,9%, equivalente a US\$526.120.000,00 (quinhentos e vinte e seis milhões, cento e vinte mil dólares norte-americanos), pagos mediante a entrega de 37.580.000 (trinta e sete milhões quinhentos e oitenta mil) RDAs Tronox (conforme definido abaixo) ("Pagamento em Ações Tronox"), considerando-se a cotação de fechamento das Ações Tronox na NYSE no Fechamento, no valor de US\$14,00 (quatorze dólares norte-americanos)[1].*

*11. Com base no preço de compra pago no Fechamento, o valor implícito pago por cada ação da Companhia (ordinária e preferencial) na data do Fechamento foi de US\$3,86 (três dólares norte-americanos e oitenta e seis centavos) ("Preço Implícito por Ação no Fechamento"), considerando a quantidade de ações existentes em tal data, isto é, sem considerar as ações emitidas no âmbito da Bonificação (abaixo definido).*

*12. Bonificação pós-Fechamento. Em 29 de abril de 2019, a Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária da Companhia aprovou o aumento do capital social da Companhia, no valor total de R\$44.424.120,51 (quarenta e quatro milhões, quatrocentos e vinte e quatro mil, cento e vinte reais e cinquenta e um centavos), mediante a incorporação de reserva de ágio em subscrição de ações, no valor de R\$22.790.995,43 (vinte e dois milhões, setecentos e noventa mil, novecentos e noventa e cinco reais e quarenta e três centavos) e de reserva de correção monetária especial, no valor de R\$21.633.125,08 (vinte e um milhões, seiscentos e trinta e três mil, cento e vinte e cinco reais e oito centavos), mediante a emissão de 5.803.750 novas ações, a título de bonificação, sendo 2.031.680 ações ordinárias, 2.468.448 ações preferenciais classe "A" e 1.303.622 ações preferenciais classe*

“B” (“Bonificação”).

13. Em decorrência da Bonificação, os acionistas da Companhia receberam, a título de bonificação, 1 ação para cada 4 ações da mesma espécie de que eram titulares na data de realização da Assembleia.

14. Ajustado o Preço Implícito por Ação no Fechamento, de modo a refletir o efeito da diluição causado pela Bonificação, o valor implícito pago pelas ações da Companhia foi de US\$3,09 (três dólares norte-americanos e nove centavos) (“Preço Implícito por Ação Pós-Bonificação”).

15. Ajustes Pós-Fechamento. A firma de assessoria financeira Duff & Phelps está atualmente coletando informações necessárias para a definição do valor final a ser pago por todas as subsidiárias da Cristal objeto da Transação e tais informações serão utilizadas na alocação final de preço a tais subsidiárias. O Preço da Oferta poderá variar para cima ou para baixo quando tal trabalho for concluído (“Ajuste Pós-Fechamento”).(...)

8. Em 22/05/2019, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 164/2019/CVM/SRE/GER-1 (documento 0763391), prestando os seguintes esclarecimentos em face do expediente supra, especialmente no que tange à minuta de DJP encaminhada:

(...)2. Ademais, cabe mencionar que foi encaminhado junto ao expediente supra documento identificado como “Anexo VI. Demonstração Justificada de Preço”, que consiste, na prática, em rascunho de um laudo de avaliação da Companhia elaborado pela Duff & Phelps, LLC, datado de 06/05/2019 e com data base de 01/04/2019, além de ter sido informado que o valor implícito atribuído à Companhia na transação que resultou na alienação indireta de seu controle (“Transação”) teria sido de US\$ 3,86 por ação antes dos ajustes provenientes da bonificação em ações ocorrida posteriormente.

3. A propósito, ressalta-se que a Demonstração Justificada de Preço (“DJP”) de que trata o inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361 é documento que tem o condão de demonstrar justificadamente o valor atribuído à companhia alienada indiretamente **no bojo da alienação de controle de sua controladora**.

4. Nesse sentido, uma avaliação da Companhia elaborada posteriormente ao fechamento da Transação não poderia, a princípio, ser considerada como DJP, por não necessariamente refletir aquilo que foi negociado efetivamente na alienação de controle de sua controladora.

5. Dessa forma, considerando que não foi, a princípio, apresentado documento que possa ser considerado como Demonstração Justificada de Preço de que trata o inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, informamos que o prazo de análise do pedido de registro da OPA de que trata o § 2º do art. 9º da Instrução CVM 361 somente **passará a fluir a partir da data do protocolo de toda a documentação da OPA** exigida nos termos da regulamentação aplicável, com os elementos mínimos que possibilitem a sua compreensão e exame.

6. Por fim, comunicamos que a documentação supra deverá ser encaminhada à CVM até 07/06/2019, acompanhada de justificativa da origem do valor implícito atribuído às ações de emissão da Companhia na Transação (conforme informado no expediente encaminhado em 10/05/2019), devendo a resposta ao presente Ofício fazer menção ao número do Processo CVM nº 19957.005411/2019-39.(...)

9. Em 07/06/2019, foi protocolado expediente na CVM solicitando prorrogação do prazo, até 28/06/2019, para atendimento ao Ofício nº 164/2019/CVM/SRE/GER-1, pedido que foi atendido por meio do Ofício nº 187/2019/CVM/SRE/GER-1, de 10/06/2019.

10. Em 28/06/2019, foi protocolado então expediente (documentos 0787979 e 0787980) em face do Ofício



nº 164/2019/CVM/SRE/GER-1, apresentando nova versão da DJP.

11. Em 03/07/2019, após analisarmos a DJP apresentada em 28/06/2019, encaminhamos ao Ofertante o Ofício nº 212/2019/CVM/SRE/GER-1 (documento 0788661), com a seguinte manifestação:

"(...)2. A propósito, cabe mencionar que foi encaminhado junto ao expediente supra versão atualizada (de 28/06/2019) de documento identificado como "Anexo VI. Demonstração Justificada de Preço", que consiste, na prática, em laudo de avaliação da Companhia elaborado pela Duff & Phelps, LLC com data base de 01/04/2019, contendo como anexos tabelas tratadas como rascunho.

3. Dessa forma, reiteramos que a Demonstração Justificada de Preço ("DJP"), de que trata o inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, é documento que tem o condão de demonstrar justificadamente o valor atribuído à companhia alienada indiretamente **no bojo da alienação de controle de sua controladora**. Caso persistam dúvidas com relação à elaboração de tal demonstração, orientamos que seja feita pesquisa no portal dessa Comissão de Valores Mobiliários de documentação relativa a outras ofertas públicas de aquisição de ações com características similares.

4. Nesse sentido, ainda que o documento supramencionado não contivesse qualquer conteúdo tratado como rascunho, **reafirmamos que a avaliação da Companhia elaborada posteriormente ao fechamento da Transação não pode, a princípio, ser considerada como DJP, por não refletir necessariamente aquilo que foi efetivamente negociado na alienação de controle de sua controladora**.

5. Ademais, **reiteramos a necessidade de que seja devidamente justificada a origem do valor implícito, de US\$ 3,86 por ação antes dos ajustes provenientes da bonificação em ações ocorrida posteriormente, atribuído às ações de emissão da Companhia na Transação** (conforme informado no expediente encaminhado em 10/05/2019).

6. Considerando que ainda não foi apresentado documento que possa ser considerado como Demonstração Justificada de Preço de que trata o inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, **reiteramos que o prazo de análise do pedido de registro da OPA de que trata o § 2º do art. 9º da Instrução CVM 361 somente passará a fluir a partir da data do protocolo de toda a documentação da OPA** exigida nos termos da regulamentação aplicável, com os elementos mínimos que possibilitem a sua compreensão e exame.

7. Cabe lembrar que, nos termos do § 2º do art. 254-A da LSA e do § 3º do art. 29 da Instrução CVM 361, a CVM autorizará a alienação de controle, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais, e o registro da OPA pela CVM implica na autorização da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares.(...)"

12. Em 17/07/2019, foi protocolado na CVM expediente (documentos 0802904 e 0802906) contendo nova versão da DJP, a qual, dessa vez, apresentou um descritivo melhor elaborado acerca das bases em que se deu a Transação do ponto de vista do adquirente do controle, porém ainda fazendo a alocação de preço da Companhia com base em avaliação realizada após o fechamento da Transação e utilizando-se de critério que não guardava relação objetiva com aquele que fora utilizado na definição do preço global da operação, esclarecendo, inclusive, que as projeções financeiras realizadas pré fechamento, e com base nas quais houve a decisão por parte da Tronox, *"não foram previstas em nível de cada uma das entidades e, por isso, o Preço de Compra na assinatura não contemplou um valor alocado no nível de cada entidade."*

13. Após termos analisado a DJP encaminhada por meio do expediente supra, verificamos que, apesar de ainda se basear em laudo de avaliação realizado após o fechamento da Transação, tal documento trazia outras informações relevantes sobre o processo de fechamento da operação de alienação de controle, de modo que demos início então à análise do pedido de registro da OPA.

14. Sendo assim, em 19/08/2019, uma vez que a DJP apresentada não demonstrava de forma objetiva a relação entre o preço pago na Transação e o preço a ser oferecido na OPA, apresentamos, por meio do Ofício nº 268/2019/CVM/SRE/GER-1 (documento 0818182), exigências a respeito da referida DJP e demais documentos da Oferta. Como o tema objeto do presente Memorando é a adequação da DJP àquilo que prevê a regulamentação aplicável, destacaremos abaixo a exigência que constou do Ofício nº 268/2019/CVM/SRE/GER-1 a esse respeito:

"(...)2.2 Demonstração justificada de preço

2.3.1 Na Demonstração Justificada de Preço encaminhada junto ao expediente de 17/07/2019 ("DJP"), consta a informação de que o *"Preço de Compra foi obtido a partir de negociações entre a Tronox e a Vendedora no âmbito da celebração do Contrato da Transação. A Tronox contratou um consultor financeiro para a Transação a fim de determinar o valor justo da contraprestação a ser paga, de uma perspectiva financeira, à Tronox. O consultor financeiro da Tronox fez várias análises (inclusive de sociedades comparáveis, transações prévias selecionadas e fluxo de caixa descontado) para determinar a correção do Preço de Compra, utilizando projeções financeiras fornecidas pela gerência da Tronox com base nos pressupostos, convicções e pareceres que a gerência da Tronox acreditava serem razoáveis à época."*

Uma vez que o trabalho confiado ao referido consultor financeiro, pela Tronox, teve como objetivo determinar, anteriormente ao fechamento da Transação, a correção do Preço de Compra, depreende-se que tal trabalho foi determinante na definição do valor final a ser pago na Transação. Dessa forma, entendemos que deverá ser incluído na DJP cálculo objetivo do Preço de Compra que reflita o trabalho feito pelo mencionado consultor.

Ademais, considerando a afirmação constante da DJP de que *"as projeções financeiras não foram previstas em nível de cada uma das entidades e, por isso, o Preço de Compra na assinatura não contemplou um valor alocado no nível de cada entidade"*, entendemos que a determinação do preço a ser oferecido na OPA por alienação de controle da Companhia deve estar estritamente relacionada ao racional utilizado para a determinação do preço pago por sua controladora, ou seja, do Preço de Compra, utilizando metodologia de cálculo similar e dados disponíveis à época da Transação. Dessa forma, metodologia de cálculo similar à aplicada objetivamente na definição do Preço de Compra deverá ser aplicada na definição do preço da OPA, com os ajustes que forem cabíveis em função de eventuais diferenças existentes entre os negócios avaliados, aplicando-se, posteriormente, o percentual de 80% previsto pelo art. 254-A da LSA.

Corroborando o acima exposto, destacamos abaixo passagens do voto do Presidente da CVM Marcelo Barbosa e do próprio Colegiado desta Autarquia, em decisão datada de 02/05/2018, no âmbito do pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações por alienação indireta de controle de CPFL Energias Renováveis S.A.:

Voto do Presidente Marcelo Barbosa:

*"5. A leitura dos dispositivos legais aplicáveis[3] deixa claro que o objetivo da OPA exigida como condição suspensiva ou resolutiva para a contratação de negócio de transferência de controle de companhia aberta é bem delimitado: assegurar, aos titulares de ações ordinárias, a oportunidade de também alienar suas ações por preço que guarde determinada relação de correspondência com aquele praticado entre as partes contratantes de compra e venda de ações integrantes do controle acionário.*

(...)

*9. Já em caso de OPA exigida como requisito para a conclusão de alienação*



*indireta de controle, o atendimento à exigência de tratamento igualitário não se afigura trivial. Há que se partir do entendimento de que o princípio é o mesmo que se aplica à hipótese de OPA por alienação direta de controle: os acionistas minoritários deverão receber, por meio da OPA, a oportunidade de alienar suas ações ao ofertante pelo mesmo preço[5] praticado na venda do bloco de controle.*

10. Desse modo, a identificação da parte do preço global pago ao alienante do controle que corresponde à companhia controlada – aquela que teve seu controle indiretamente alienado - é medida necessária para aferição do tratamento igualitário. Tal parcela corresponderá ao montante recebido pelo alienante por aquele componente do negócio adquirido, e determinará o valor a ser praticado na OPA por alienação indireta.

11. Não é aceitável, portanto, que se procure definir o preço dessa OPA de forma desvinculada do negócio original de compra e venda de controle, até porque o preço a ser praticado na OPA deverá refletir igualdade de tratamento em relação ao alienante das ações do controle. Desta forma, qualquer oposição ao preço oferecido na OPA puramente com base em percepções distintas do valor justo da companhia controlada poderá até ser considerada, mas não terá, necessariamente, função relevante na avaliação que realmente importa neste caso, que é a de determinação do valor de uma companhia (controlada) em relação ao de outra (controladora), a partir dos termos observados na contratação da compra e venda do controle.

12. Situação distinta ocorre, por exemplo, na determinação do preço de emissão de ações, caso em que a preocupação do legislador foi evitar a diluição injustificada dos acionistas antigos em caso de aumento de capital mediante subscrição de ações. Por isso, a lei societária determina a fixação do preço de emissão pelo valor econômico, calculado de acordo com a utilização isolada ou cumulativa de critérios previstos no art. 170 § 1º. Já no caso presente, **a compra e venda das ações da controladora é não apenas a causa da realização da OPA mas também onde se encontrarão elementos necessários para a determinação do cálculo do preço a ser adotado.**

13. Nessa linha se manifestou a então Presidente da CVM, Maria Helena Santana, em sua declaração de voto proferida no Processo CVM RJ 2008/252 (“Caso Millenium”), em que, ao acompanhar o voto do relator, afirmou: “... deve ser dito que na OPA por alienação de controle, diferentemente do que foi alegado no recurso, não se aplica o conceito de preço justo, previsto no §4º do art. 4º da Lei das S.A. Nestes casos, é devido aos acionistas da companhia cujo controle foi alienado o preço previsto no art. 254-A, de no mínimo 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle.” (grifou-se)

14. É natural que o preço por ação adotado na compra e venda do controle não seja idêntico ao preço praticado na OPA por alienação indireta. Como se sabe, o preço pago na operação de compra e venda tem como ponto de partida uma avaliação prévia feita pelo comprador, com base em metodologia que lhe pareceu razoável, e passa por ajustes naturais resultantes da livre negociação encetada com o alienante.” (grifos nossos)

Ata da Decisão do Colegiado da CVM:

**”Primeiramente, observou não ser aceitável que se procure definir o preço da OPA de forma desvinculada do negócio original de compra e venda de controle,**

de modo que qualquer que seja a forma de demonstração da parcela do preço global de compra atribuída à controlada indireta, é necessário que sua razoabilidade possa ser demonstrável de forma consistente do ponto de vista técnico.

Assim, não haveria como se atribuir papel determinante à menção contratual do preço correspondente à CPFL-R. Este seria sem dúvida um elemento a ser considerado pela área técnica em seu trabalho de análise do processo de registro da OPA. Porém, tal análise deveria ser feita em conjunto com a DJP, a qual representa o principal elemento de formação da convicção da área técnica, sendo secundários tanto a menção em instrumento contratual quanto o laudo de avaliação.

A esse respeito, não seria a DJP apenas um requisito formal, devendo sua análise ter o grau de profundidade necessário para que a SRE possa decidir se o documento serve como justificativa razoável para o preço que a ofertante pretende apresentar na OPA. Por outro lado, qualquer consideração que vá além da verificação de sua existência e razoabilidade estaria além do escopo da tutela permitida à CVM, não cabendo à Autarquia se substituir ao ofertante na tarefa de determinação do valor, ou mesmo de uma faixa de valor, a ser utilizado na OPA por alienação indireta.

Porém, caberia também à Ofertante demonstrar na DJP que o preço oferecido aos minoritários da controlada guarda a devida relação com o valor pago pelas ações de emissão da controladora, assegurando-lhes a igualdade de tratamento legalmente exigida. Nesse tocante, observou o Presidente que a maneira mais objetiva de se realizar tal demonstração - e menos suscetível a contestações - seria através da utilização dos mesmos critérios de avaliação tanto para a controladora quanto para a controlada.

(...)

O Presidente resumiu seu entendimento nos seguintes princípios orientadores:

(...)

(iii) o tratamento igualitário se comprova via de regra e conforme precedente firmado no Caso Arcelor mediante a utilização da mesma metodologia para fins de avaliação da companhia controladora alienada diretamente e da companhia controlada alienada indiretamente. Em não sendo possível tal prática, deverá o ofertante valer-se de metodologia que guarde a necessária correspondência com os critérios utilizados para precificação da companhia controladora de forma a explicitar a igualdade de tratamento prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76;" (grifos nossos)

Dessa forma, solicitamos que proceda aos ajustes na DJP necessários para refletir o racional acima exposto, salientando que o preço apresentado para a Companhia na DJP, oriundo de avaliação realizada posteriormente à Transação e sem ter sido demonstrada qualquer relação objetiva com o cálculo do preço pago por sua controladora, não pode, a princípio, ser considerado como preço que atende à regulamentação aplicável às OPA por alienação indireta de controle.(...)"

15. Em 18/09/2019, foi protocolado expediente solicitando prorrogação de prazo, até 30/09/2019, para atendimento ao Ofício nº 268/2019/CVM/SRE/GER-1, pleito que foi deferido em 20/09/2019, por meio do Ofício nº 302/2019/CVM/SRE/GER-1.

16. Em 30/09/2019, foi protocolado expediente solicitando nova prorrogação de prazo, agora até



03/10/2019, para atendimento ao Ofício supra, pleito que foi deferido em 02/10/2019, por meio do Ofício nº 310/2019/CVM/SRE/GER-1.

17. Em 03/10/2019, foi protocolado expediente solicitando mais uma prorrogação de prazo, agora até 09/10/2019, para atendimento ao referido Ofício, pleito que foi deferido em 04/10/2019, por meio do Ofício nº 314/2019/CVM/SRE/GER-1, informando dessa vez que o prazo em questão seria improrrogável.

18. Em 09/10/2019, foi protocolado expediente (documentos 0857462 e 0857464) em atendimento ao Ofício nº 268/2019/CVM/SRE/GER-1, apresentando documentação ajustada em face das exigências gerais sobre a Oferta que haviam sido elaboradas, bem como contendo nova versão da DJP, a qual, apesar de ter sido alterada no que se refere à metodologia de alocação de preço aos ativos subjacentes adquiridos, continuou se baseando em avaliação realizada após o fechamento da Transação e não demonstrou relação objetiva com o critério utilizado para definição do preço atribuído na operação em escala global. Mais uma vez foi pontuado que *"o preço de compra previsto no Contrato da Transação ("Preço de Compra") foi determinado de forma global, sem uma avaliação específica de cada um dos ativos envolvidos e considerando diversos fatores não-financeiros"* e que *"o Preço de Compra não foi determinado no nível de cada subsidiária adquirida na Transação."*

19. Em 11/11/2019, após conferência telefônica realizada com os assessores jurídicos da Oferta, estes nos enviaram e-mail (documento 0878769) por meio do qual encaminharam documentos (documento 0878773) que teriam sido utilizados pelo adquirente do controle na tomada de decisão sobre a Transação, aos quais solicitaram tratamento confidencial. Trata-se, resumidamente, de apresentações realizadas ao conselho de administração da Tronox previamente ao fechamento da Transação, com análises financeiras que suportariam o preço pago em seu âmbito. No corpo do referido e-mail, foi reiterado que *"o preço de compra previsto no Contrato da Transação ("Preço de Compra") foi determinado de forma global, após série de encontros mantidos entre o Sr. Thomas Casey, Presidente do Conselho e Diretor-Presidente da Tronox à época, e Dr. Talal, fundador da Cristal"* e esclarecido que as *"partes chegaram a um acordo verbal quanto ao Preço de Compra de aproximadamente US\$ 2,1 bilhões, com base em uma projeção de EBITDA da Cristal de aproximadamente US 335 milhões e um múltiplo de aproximadamente 6,5x"*.

20. Também em 11/11/2019, após analisarmos a documentação encaminhada em 09/10/2019 e termos tomado conhecimento dos documentos supramencionados encaminhados por e-mail pelos assessores jurídicos da Oferta, expedimos o Ofício nº 361/2019/CVM/SRE/GER-1 (documento 0876089), reiterando exigências que não foram atendidas a contento, bem como nos manifestando sobre a versão da DJP então apresentada, nos seguintes termos:

"(...)2.2 Demonstração justificada de preço

2.3.1 Em atendimento à presente exigência, foi reapresentada a Demonstração Justificada do Preço ("DJP") com diversos ajustes, dentre eles a inclusão de um extenso histórico sobre a negociação entre as partes compradora e vendedora do negócio de TiO<sub>2</sub> da Cristal, que englobou as ações de emissão da Companhia de titularidade da parte vendedora.

Ao final de tal histórico é mencionado que:

*"Em 20 de fevereiro de 2017, o conselho de administração da Tronox reuniu-se e recebeu uma atualização sobre as discussões com a Cristal. Representantes dos consultores financeiros contratados pela Tronox forneceram um parecer sobre a contraprestação a ser paga pela Tronox de acordo com o Contrato da Transação, constituída de US\$ 1,673 bilhão em dinheiro, sujeita a certos ajustes, e 37.580.000 de ações da Classe A da Tronox, informando que a contraprestação era justa à Tronox de uma perspectiva financeira. Após a discussão, o conselho de administração da Tronox unanimemente (1) determinou que o contrato da transação proposto e as transações nele contempladas, incluindo a emissão das ações da Classe A da Tronox para a Transação, eram recomendáveis e serviam aos melhores interesses da Tronox e de seus acionistas, (2) adotou deliberações que*

*aprovavam o contrato da transação proposto e as transações nele contempladas e (3) recomendou, sujeito aos termos e condições do contrato da Transação proposto, que os acionistas da Tronox aprovassem a emissão de ações da Classe A para a transação e a aquisição resultante de participações nas ações da Classe A pela Cristal Netherlands e por certas outras pessoas e entidades da Transação para os fins das leis de fusão da Austrália. O conselho de administração da Tronox autorizou os diretores apropriados da Tronox a finalizar, firmar e entregar o contrato da transação e a respectiva documentação."*

Cabe mencionar que recebemos, na presente data, e-mail enviado pelos assessores jurídicos da Oferta, por meio do qual foram encaminhados documentos em condição de confidencialidade, os quais, vale frisar, ainda não foram analisados por esta área técnica, mas que, segundo consta do e-mail, trazem informações financeiras que foram utilizadas pelos adquirentes do controle na tomada de decisão quanto à justeza do preço que seria acordado no âmbito da transação em tela.

Diante do exposto, e sem prejuízo da análise futura do conteúdo do material que nos foi encaminhado em condição de confidencialidade na presente data, reiteramos a exigência 2.3.1 do Ofício 268 em sua integralidade, de modo que a DJP deverá ser reapresentada, com as devidas modificações, contendo cálculo do preço por ação de emissão da Companhia (a ser praticado na OPA) realizado com base em metodologia que guarde relação objetiva com aquilo que foi apresentado ao conselho de administração da Tronox e que embasou sua decisão no âmbito da transação em questão.

Dessa forma, reiteramos nosso entendimento de que:

- (i) a determinação do preço a ser oferecido na OPA por alienação de controle da Companhia deve estar estritamente relacionada ao racional utilizado para a determinação do preço pago por sua controladora, ou seja, do Preço de Compra, utilizando metodologia de cálculo similar e dados disponíveis à época da Transação. Dessa forma, metodologia de cálculo similar à aplicada objetivamente na definição do Preço de Compra deverá ser aplicada na definição do preço da OPA, com os ajustes que forem cabíveis em função de eventuais diferenças existentes entre os negócios avaliados, aplicando-se, posteriormente, o percentual de 80% previsto pelo art. 254-A da LSA; e
- (ii) o preço apresentado para a Companhia na DJP, oriundo de avaliação realizada posteriormente à Transação e sem ter sido demonstrada qualquer relação objetiva com o cálculo do preço pago por sua controladora, não pode, a princípio, ser considerado como preço que atende à regulamentação aplicável às OPA por alienação indireta de controle.

Cabe lembrar que, nos termos do § 2º do art. 254-A da LSA, a CVM "*autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais*", o que, em nosso entendimento, inclui, para o presente caso, a elaboração da DJP dentro daquilo que estabelece a Instrução CVM 361 e os precedentes desta Autarquia.

Alternativamente, caso entenda não ser possível cumprir com o acima exposto, solicitamos que nos sejam encaminhados laudos de avaliação do negócio de TiO<sub>2</sub> da Cristal e da Companhia, elaborados nos termos da Instrução CVM 361, utilizando-se das premissas válidas à data da definição do preço pago no âmbito da transação em tela, com vistas a permitir a realização do teste de consistência da Demonstração Justificada de Preço apresentada no presente caso.(...)"

21. Em 11/12/2019, foi protocolado na CVM expediente em resposta ao Ofício nº 361/2019/CVM/SRE/GER-1, solicitando, apenas com relação à exigência que tratou da DJP, prorrogação de prazo para atendimento até 10/01/2020, o que foi deferido por meio do Ofício nº 408/2019/CVM/SRE/GER-1, encaminhado em 17/12/2019.

22. Em 10/01/2020, foi protocolado na CVM expediente com novo pedido de prorrogação de prazo, agora



até 23/01/2020, para atendimento à exigência 2.3.1. do Ofício nº 361/2019/CVM/SRE/GER-1, o que foi deferido por meio do Ofício nº 11/2020/CVM/SRE/GER-1, encaminhado em 13/01/2020, porém salientando, dessa vez, que nova prorrogação não seria aceita.

23. Em 23/01/2020, foi protocolado na CVM expediente em face da exigência 2.3.1. do Ofício nº 361/2019/CVM/SRE/GER-1 (documentos 0922561, 0922564 e 0922567), apresentando nova versão da DJP e encaminhando laudos de avaliação do negócio de TiO<sub>2</sub> da Cristal e da Companhia, conforme alternativa dada por meio do referido Ofício, prestando ainda os seguintes esclarecimentos:

*"(...)Em atendimento a esta exigência, informamos que a Demonstração Justificada de Preço ("DJP") foi atualizada conforme alocação de preço realizada pela Tronox após o Fechamento da Transação, com data-base em 1º de abril de 2019, conforme nova versão da DJP constante do Anexo I.*

*Para determinar o preço implícito por ação da Companhia incluído no fato relevante da Companhia divulgado no Fechamento, a Tronox baseou-se em relatório preliminar de alocação do valor total pago ao vendedor no Fechamento, que havia sido preparado com base no critério de Valor de Ativo Líquido (net asset value), levando-se em conta números contábeis de dezembro de 2016 (conforme indicado no Anexo A da DJP) e, portanto, sujeitos a revisões com base na data de Fechamento da Transação.*

*Com base na contraprestação paga no Fechamento e em referido relatório preliminar de alocação, o valor implícito pago por cada ação da Companhia na data de Fechamento foi de US\$ 3,86 (três dólares norte-americanos e oitenta e seis centavos de dólar norte-americano) ("Preço Implícito por Ação Preliminar"), considerando o número de ações da Companhia existentes naquela data.*

*Após o Fechamento, a Tronox teve acesso a novas informações sobre os ativos adquiridos na Transação, com data-base em 1º de abril de 2019, e atualizou a alocação de preço para o fechamento da Transação. Com base nas informações constantes do Anexo B da DJP ora apresentada, os ajustes realizados após o fechamento da Transação implicaram um aumento do valor alocado às ações de emissão da Companhia de US\$ 3,86 para US\$ 7,80 (o "Preço Implícito por Ação Ajustado"). Este último valor reflete as mudanças realizadas em relação ao Preço Implícito por Ação Preliminar, que havia sido calculado com base em informações de dezembro de 2016, e as atualizações correspondentes na data-base das informações contábeis utilizadas como base no fechamento da Transação, datadas de 1º de abril de 2019.*

*Dessa forma, o Preço Implícito por Ação Ajustado é de US\$7,80, que, convertido para reais pela taxa de câmbio do Fechamento, de R\$3,83/US\$1,00, corresponde a um preço implícito por ação de R\$29,87.*

*Adicionalmente, de forma a subsidiar a análise da DJP por esta D. Comissão, consoante indicado no Ofício nº 361/2019/CVM/SRE/GER-1, a Ofertante informa que encomendou laudo de avaliação dos negócios de TiO<sub>2</sub> da Cristal e da Companhia (Anexo III), elaborado pela firma Duff & Phelps, utilizando-se de premissas válidas na data-base do Fechamento, que é a mesma data-base utilizada para a alocação de preço consubstanciada na DJP ("Laudo de Avaliação")."*

24. Em 27/02/2020, após análise realizada nos termos do Relatório nº 11/2020-CVM/SRE/GER-1 (documento 0944643), comunicamos, por meio do Ofício nº 28/2020/CVM/SRE/GER-1 (documento 0935090), o indeferimento do pedido de registro da OPA, por conta do não cumprimento da exigência 2.3.1. do Ofício nº 361/2019/CVM/SRE/GER-1, a despeito de todas as tentativas reiteradas e prorrogações de prazos concedidas.

25. Especialmente no que tange ao último expediente encaminhado e sobre as razões que levaram ao indeferimento do pedido de registro da Oferta, cabe ressaltar as seguintes considerações que constaram do referido Relatório:

"(...)3. Ao analisarmos a documentação encaminhada em face do Ofício nº 361/2019 /CVM/SRE/GER-1, conforme descrito acima, verificamos que a nova versão apresentada da DJP sofreu ajustes pontuais, sem que tenha sido incorporada informação que observe o entendimento reiterado por meio do referido Ofício, de que "(i) a determinação do preço a ser oferecido na OPA por alienação de controle da Companhia deve estar estritamente relacionada ao racional utilizado para a determinação do preço pago por sua controladora, ou seja, do Preço de Compra, utilizando metodologia de cálculo similar e dados disponíveis à época da Transação. Dessa forma, metodologia de cálculo similar à aplicada objetivamente na definição do Preço de Compra deverá ser aplicada na definição do preço da OPA, com os ajustes que forem cabíveis em função de eventuais diferenças existentes entre os negócios avaliados, aplicando-se, posteriormente, o percentual de 80% previsto pelo art. 254-A da LSA; e (ii) o preço apresentado para a Companhia na DJP, oriundo de avaliação realizada posteriormente à Transação e sem ter sido demonstrada qualquer relação objetiva com o cálculo do preço pago por sua controladora, não pode, a princípio, ser considerado como preço que atende à regulamentação aplicável às OPA por alienação indireta de controle."

4. Ademais, quanto aos laudos de avaliação apresentados junto à documentação supra, cabe lembrar que solicitamos, por meio do Ofício nº 361/2019/CVM/SRE/GER-1, que nos fossem "encaminhados **laudos** de avaliação do negócio de TiO<sub>2</sub> da Cristal e da Companhia, **elaborados nos termos da Instrução CVM 361**, utilizando-se das premissas válidas à data da definição do preço pago no âmbito da transação em tela, com vistas a permitir a realização do teste de consistência da Demonstração Justificada de Preço apresentada no presente caso."

5. Não obstante, o documento apresentado para cumprir com tal solicitação se mostrou inadequado pelos seguintes motivos:

(i) foi encaminhado apenas um documento, sem uma conclusão clara quanto à avaliação em separado do negócio de TiO<sub>2</sub> da Cristal e da Companhia, enquanto que o solicitado foi o encaminhamento de dois laudos de avaliação separadamente, um dedicado exclusivamente a avaliar o negócio de TiO<sub>2</sub> da Cristal e outro dedicado exclusivamente a avaliar a Companhia;

(ii) o documento encaminhado encontra-se sob a forma de rascunho (em todas as páginas do documento consta "RASCUNHO - APENAS PARA FINS DE DISCUSSÃO – 14.01.2020");

(iii) o documento encaminhado não foi elaborado observando os requisitos constantes do art. 8º e do Anexo III da Instrução CVM 361, não possuindo todo o conteúdo previsto, tampouco respeitando a ordem das informações na forma como é descrita no referido Anexo, além de não trazer informações que comprovem a experiência do avaliador contratado; e

(iv) a data base do documento encaminhado é 01/04/2019, enquanto que a definição do preço pago na transação em tela ocorreu em 21/02/2017 (quando da assinatura do contrato de compra e venda), sendo que os valores pagos no fechamento, em 10/04/2019, foram exatamente aqueles que constaram do referido contrato, sem qualquer ajuste, de modo que os laudos de avaliação solicitados devem ser elaborados "utilizando-se das premissas válidas à data da definição do preço pago no âmbito da transação em tela", ou seja, utilizando-se de premissas válidas em 21/02/2017.

6. Dessa forma, sem prejuízo da análise quanto ao atendimento das demais exigências constantes do Ofício nº 361/2019/CVM/SRE/GER-1, verificou-se, de pronto, o não

cumprimento da exigência 2.3.1 do referido Ofício, mesmo após terem sido encaminhados 4 Ofícios que trataram da Demonstração Justificada de Preço, pontuando, de forma didática, o que deveria ser feito para que fosse observada a regulamentação aplicável, **de modo que propomos o indeferimento do pedido de registro da OPA.**

7. Adicionalmente, cumpre informar que o presente Processo foi instaurado em 13/05/2019, ou seja, já encontra-se aberto nesta área técnica há 290 dias, tempo em média muito acima do normal quando comparado a casos similares de pedidos de registro de OPA, ainda que tenham contado com a adoção de procedimento diferenciado, como ocorre no presente caso.

8. Vale mencionar, ainda, que no curso da análise do pleito em tela foram solicitadas 6 prorrogações de prazo para atendimento a Ofícios por nós encaminhados (totalizando 80 dias corridos), todas deferidas por esta área técnica, demonstrando, ainda que o caso seja complexo e possa merecer um tratamento que contemple essa característica, que já foram feitos por nós esforços razoáveis para que fosse dada a oportunidade ao requerente de dar cabo ao procedimento de registro junto à CVM.

9. Por fim, cumpre lembrar que, nos termos do § 2º do art. 254-A da LSA e do § 3º do art. 29 da Instrução CVM 361, a CVM autorizará a alienação de controle, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais, e o registro da OPA pela CVM implica na autorização da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares.(...)"

26. Em 18/03/2020, foi protocolado expediente na CVM solicitando dilação, por mais 15 dias úteis, do prazo conferido pela Deliberação CVM nº 463/03 para que fosse interposto recurso contra a decisão de indeferimento do pedido de registro da OPA, fundamentando seu pleito no impacto causado pela pandemia do novo coronavírus.

27. Em 20/03/2020, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 64/2020/CVM/SRE/GER-1 (documento 0961593), por meio do qual nos manifestamos sobre o pleito supra nos seguintes termos:

"(...)cumpre primeiramente notar que a Deliberação CVM nº 463/03, que rege o procedimento de interposição de recurso ao Colegiado da CVM contra decisões das Superintendências da Autarquia, não prevê a possibilidade de prorrogação do prazo previsto por seu inciso I.

3. Não obstante o acima mencionado, tomando como base o fundamento utilizado pelo Colegiado da CVM na edição da recente Deliberação CVM nº 846/20, de que: *"diariamente se observa a ampliação de medidas restritivas, relacionadas principalmente ao fluxo de pessoas, impostas pelos governos de diversos países em face da ampla e corrente disseminação do coronavírus, sendo notórios os severos impactos para a atividade econômica que decorrerão de tais medidas"*, consideramos, em face da situação totalmente atípica, que, caso o recurso em tela seja encaminhado de forma intempestiva, porém por motivos devidamente fundamentados e calcados nos princípios da razoabilidade e proporcionalidade, não haveria prejuízo ao seu recebimento e apreciação por parte desta área técnica."

Cumpre citar que, logo em seguida, em 25/03/2020, foi editada a Deliberação CVM nº 848/20, que dobrou os prazos previstos nos incisos I e IX-A da Deliberação CVM nº 463/03.

28. Sendo assim, em 09/04/2020, foi protocolado expediente pela Ofertante (documentos 0974235 e 0974236) apresentando recurso contra o indeferimento do pedido de registro da OPA, encaminhando nova versão da DJP, agora se utilizando do método de múltiplos de EBITDA para relacionar o preço atribuído de forma global na Transação ao preço que se pretende oferecer na OPA. Cumpre destacar os seguintes trechos do Recurso, que se referem diretamente ao tema objeto do presente Memorando:

*"(...)IV. A AUSÊNCIA DE ALOCAÇÃO DO PREÇO DE COMPRA E OUTRAS PARTICULARIDADES DA TRANSAÇÃO DEVEM SER CONSIDERADAS PELA SRE NO REGISTRO DA OPA.*



25. Em sua Decisão, a SRE manifestou o entendimento de que a DJP apresentada pela Ofertante não teria demonstrado relação objetiva do Preço da OPA com o cálculo do Preço de Compra. Isso porque, no entendimento da Superintendência, não teria sido utilizada metodologia de cálculo similar à aplicada objetivamente na definição do Preço de Compra.

26. Para justificar seu posicionamento, a SRE cita passagens do voto do Presidente Marcelo Barbosa e da decisão do Colegiado de 02.05.2018 no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações por alienação indireta do controle da CPFL Energias Renováveis S.A. (Proc. CVM nº 19957.001656/2017-25), no sentido de que o tratamento igualitário previsto no art. 254-A da Lei 6.404/76 se comprova, via de regra, mediante a utilização da mesma metodologia para fins de avaliação da companhia controladora alienada diretamente e da companhia controlada alienada indiretamente e que, em não sendo possível, a metodologia utilizada deve guardar correspondência com os critérios utilizados para a precificação da companhia controladora.

27. Ocorre que, conforme explicado pela Ofertante em suas manifestações, o Preço de Compra foi acordado após extensas negociações entre os executivos da Tronox e a Vendedora antes da celebração do Contrato da Transação em 21 de fevereiro de 2017, inclusive por meio de várias reuniões e trocas de propostas não vinculantes a partir de outubro de 2015.

28. Tais interações entre as partes perduraram por aproximadamente 15 meses e culminaram na definição do Preço de Compra, sem que tal preço decorresse de um cálculo feito pelas partes dos valores de cada subsidiária individualmente consideradas.

29. Não houve, portanto, a alocação, dentro do Preço de Compra, do preço pago pela companhia cujo controle foi indiretamente alienado. Como já esclarecido, tratava-se de uma operação global, da qual os ativos no Brasil representavam uma parcela muito pequena.

30. Ressalte-se que a Transação envolveu ativos diversos, quais sejam (“Ativos Adquiridos”):

(i) (a) participação da Vendedora na Cristal Inorganic Chemicals Netherlands BV e (b) participação da Vendedora na Cristal Australia Pty Ltd.;

(ii) a totalidade das ações da KSA SPV (sociedade de propósito específico do Reino da Arábia Saudita) e da totalidade das Yanbu Notes, conforme definidos no Contrato da Transação; e

(iii) ativos tangíveis e intangíveis, como propriedade intelectual, fundo de comércio, disponibilidades e estoques.

31. Como se disse, as negociações do Preço de Compra ocorreram de forma consolidada (não em nível de cada entidade) e envolveram fatores não financeiros, conforme revelados pela Tronox em seu proxy statement protocolado na Securities and Exchange Commission norte-americana em 30 de agosto de 2017, a respeito da assembleia de acionistas que deliberaria sobre a Transação[2].

32. De fato, para aprovar o Contrato da Transação, o conselho de administração da Tronox consultou a gerência da Tronox, bem como os consultores jurídicos e financeiros da Tronox e considerou uma série de fatores, incluindo, dentre outros, os seguintes:

- . *seu entendimento do negócio de TiO2 da Cristal e as operações, situação financeira, rendimentos e perspectivas de seu negócio de TiO2, levando em conta os resultados da revisão de due diligence, feita pela Tronox, do negócio de TiO2 da Cristal;*
- . *criação de valor aos acionistas;*
- . *a Transação criaria o maior produtor de TiO2 do mundo, com capacidade de produção esperada representando, aproximadamente, 15% da capacidade de TiO2 do mundo;*
- . *a natureza complementar dos ativos de TiO2 da Cristal;*
- . *o fato de que maiores benefícios de escala e integração permitiriam que a Tronox fosse totalmente integrada, consumindo toda a sua matéria-prima de alta qualidade internamente e permitindo que ativos de mineração e matéria-prima fossem plenamente utilizados, minimizando custos por tonelada produzida e maximizando margens;*
- . *as sinergias esperadas da Transação, incluindo sinergias esperadas da taxa de extrapolação de resultados superiores a US\$ 100 milhões no 1º ano e mais de US\$ 200 milhões no 3º ano;*
- . *a Tronox teria uma composição de vendas mais equilibradas em termos geográficos e maior participação em mercados emergentes de maior crescimento e mercados especializados de anatásio e materiais ultrafinos;*
- . *a convicção de que as extensas discussões e negociações com isenção de interesses com a Cristal resultaram em termos mais favoráveis à Tronox e a seus acionistas e que a Cristal se dispôs a aceitar; e*
- . *o fato de que a parcela de ações da contraprestação da Transação é um número fixo e, portanto, evita a flutuação no número de Ações da Classe A a pagar como contraprestação na fusão.*

33. *O conselho de administração da Tronox ponderou sobre as vantagens e benefícios anteriores em relação a uma série de fatores potencialmente negativos, incluindo, dentre outros:*

- . *a probabilidade e o cronograma previsto de recebimento das aprovações regulatórias exigidas para a Transação e a conclusão da Transação;*
- . *após a conclusão da Transação, a Cristal Netherlands deteria aproximadamente 24% das ações ordinárias em circulação da Tronox;*
- . *o risco de que o valor negociado designado ao negócio de TiO2 da Cristal pudesse ser diferente do valor designado pelos mercados de ações já que a Cristal é uma sociedade de capital fechada e, assim, não existe uma avaliação do mercado acionário para a Cristal ou o negócio de TiO2 da Cristal;*
- . *os desafios de integrar o negócio da Tronox e o negócio de TiO2 da Cristal, as operações e forças de trabalho e os riscos associados para alcançar as economias de custos previstas e outras sinergias;*
- . *a possibilidade de que a sociedade resultante poderia não alcançar seus resultados financeiros previstos; e*
- . *os riscos do tipo e natureza envolvidos no acordo.*

34. *Ou seja, a definição do Preço de Compra envolveu vários fatores, financeiros e não financeiros, tendo resultado da negociação entre os principais das partes, que foi feita de forma macro, e não por meio da soma aritmética dos valores de cada subsidiária ou ativo envolvido.*

#### **V. FATO NOVO: APRESENTAÇÃO UTILIZADA PELO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA TRONOX NO CONTEXTO DA APROVAÇÃO DA TRANSAÇÃO.**

35. *Em cumprimento às exigências dessa d. SRE no contexto do processo de registro da OPA, a Ofertante buscou, para fins do art. 254-A da Lei 6.404/76 e da regulamentação da CVM, determinar a alocação do Preço de Compra com base nas informações disponíveis e confiáveis que ela possuía com relação à Transação.*

36. *Como já esclarecido no contexto do processo de registro, com o fim de avaliação dos efeitos contábeis e fiscais da Transação, a Tronox contratou um relatório preliminar de alocação do Preço de Compra preparado com base no critério de Valor de Ativo Líquido (net asset value) (“Relatório de Alocação do Preço”).*

37. *Esse Relatório de Alocação do Preço contém avaliações dos diferentes ativos adquiridos na Transação e, no julgamento da Ofertante, poderia proporcionar um parâmetro relevante e confiável para determinar a adequada alocação do Preço de Compra com relação aos ativos no Brasil.*

38. *Ocorre que a SRE, ao analisar o Relatório de Alocação do Preço, concluiu que o documento teria se mostrado inadequado para a realização do teste de consistência da DJP, pois, de acordo com a área técnica (i) foi encaminhado apenas um documento, sem uma conclusão clara quanto à avaliação em separado do negócio de TiO<sub>2</sub> da Cristal e da Companhia; (ii) o documento encaminhado encontra-se sob a forma de rascunho; (iii) o documento não foi elaborado nos termos da ICVM 361/02; e (iv) a data-base do documento é 1º de abril de 2019, enquanto que a definição do Preço de Compra ocorreu em 21 de fevereiro de 2017.*

39. *Diante de tal fato, a Ofertante aprofundou as análises dos documentos considerados pela administração da Tronox na aprovação da Transação, a fim de encontrar evidência da metodologia de avaliação utilizada pelos órgãos competentes da Tronox na precificação da Transação global, em consonância com os precedentes aplicáveis.*

40. *Nesse sentido, a Ofertante verificou nos documentos da Transação que um critério relevante submetido e considerado pelo conselho de administração da Tronox para tomada de decisão quanto à aprovação do Preço de Compra foi o critério de múltiplos de EBITDA, critério este conhecido e largamente utilizado em operações com aquela aqui tratada.*

41. *De fato, conforme mostra o slide de página nº 5, constante da apresentação de slides realizada pelo Credit Suisse, instituição financeira contratada para preparar uma fairness opinion à administração da Tronox por ocasião da aprovação da Transação, ao Board da Tronox, em 14 de fevereiro de 2017 (apresentação de slides esta que foi enviada por e-mail a esta d. Autarquia, com pedido de tratamento confidencial, em 11 de novembro de 2019), fica evidente que a metodologia de múltiplos de EBITDA foi usada como parâmetro para a aprovação da Operação que gerou a obrigação de realizar a OPA.*



42. Tendo verificado que o conselho de administração da Tronox efetivamente considerou de forma substancial tal critério na definição do Preço de Compra, a Ofertante julga, em linha com os precedentes avaliados, em especial o voto do Presidente Marcelo Barbosa na OPA da CPFL Renováveis, que a aplicação do critério de múltiplos de EBITDA para determinação do valor alocado à Companhia no contexto da Transação garante aos acionistas minoritários da Companhia tratamento equitativo àquele oferecido no Negócio de Alienação Indireta do Controle.

43. Isso porque tal mecanismo possibilita a utilização da mesma metodologia para fins de avaliação da companhia controladora alienada diretamente e da companhia controlada alienada indiretamente, havendo, assim, inegável correspondência direta entre os critérios utilizados para a precificação da companhia controladora e controlada.

44. No julgamento do Proc. CVM nº RJ2007/1996, que tratou da oferta pública de aquisição de ações da Arcelor Brasil S.A. em razão da alienação direta do controle da Arcelor S.A., na Europa, que resultou na aquisição indireta do controle da Arcelor Brasil, o Colegiado da CVM acompanhou unanimemente o voto da Diretora Relatora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, no sentido de que deveria “ser admitida a forma de cálculo apresentada pela ofertante, baseada em múltiplos de EBITDA das companhias controladora e controlada, pois fica claro que tal critério foi considerado não apenas pela ofertante, mas também pelo Conselho de Administração da Arcelor, ao recomendar a venda das ações na oferta europeia” (Decisão do Colegiado de 21 de março de 2007).

45. Note-se que o contexto do precedente da Arcelor é bastante semelhante ao da presente OPA. Em ambos os casos buscaram-se evidências da utilização de determinada metodologia de avaliação na operação global para a determinação do preço da oferta pública com base na alocação do preço pago pela companhia controlada alienada indiretamente. No precedente da Arcelor, o Colegiado entendeu que a alocação do preço deveria ser feita com base no critério de múltiplos de EBITDA, tendo em vista evidências como uma carta do presidente da Mittal Steel ao presidente do conselho de administração da Arcelor, expondo argumentos, em grande parte baseados em cálculos com múltiplos de EBITDA, pelos quais os administradores da Arcelor deveriam recomendar aos acionistas a aceitação da proposta revisada da Mittal Steel. Veja-se o trecho da Decisão do Colegiado a respeito:

*“d. Quanto ao mérito, examinando-se os documentos apresentados, deve ser admitida a forma de cálculo apresentada pela ofertante, baseada em múltiplos de EBITDA das companhias controladora e controlada, pois fica claro que tal critério foi considerado não apenas pela ofertante, mas também pelo Conselho de Administração da Arcelor, ao recomendar a venda das ações na oferta europeia. O argumento da SRE de que as declarações do Presidente do Conselho da Arcelor nesse sentido, não podem ser aceitas porque as partes vieram a se tornar relacionadas após a aquisição, não pode prevalecer. Isto porque nas OPAs de alienação de controle em princípio sempre deve prevalecer (e tem prevalecido nas análises da CVM), o preço declarado pelas partes nos contratos, e tais partes, depois de celebrado o contrato, são evidentemente partes relacionadas por um interesse comum. Além disso, a carta do Sr. Lakshmi Mittal ao Presidente do Conselho da Arcelor, que buscava expor as razões pelas quais a oferta europeia era*

vantajosa, por diversas vezes faz referência aos múltiplos de EBITDA visando a demonstrar as vantagens da oferta. Caso se tratasse de critério exótico, ou pouco usual, até se poderia afastar a eficácia de tais documentos como prova, mas não é o caso, sendo notória a utilização de tais critérios na formação de propostas a serem realizadas em operações de fusão e aquisição. Por outro lado, ao contrário do que entendeu a SRE, o critério de comparação de valor de mercado das companhias controlada e controladora para efeito de determinar a parcela do preço pago pelo controle da primeira que corresponda ao preço da segunda somente deve prevalecer se foi o critério escolhido pelas partes contratualmente ou, não havendo contrato, como é o caso, se não houver outro critério devidamente justificado, não podendo ser imposta essa relação;” (grifos nossos)

46. Assim como no precedente da Arcelor, na presente OPA não se propõe a utilização de critério de avaliação exótico ou pouco usual – hipótese que poderia afastar a eficácia de tais documentos como prova –, mas sim de critério largamente utilizado para determinação de preço de operações de fusão e aquisição de companhias.

47. Outro precedente relevante para a análise do pedido de registro da OPA é o caso da oferta pública de aquisição de ações da Aços Villares S.A. em razão da alienação direta do controle da Corporación Sinedor S.A., que resultou na aquisição indireta do controle da Aços Villares (Proc. CVM nº RJ2006/849). Nesse caso, por falta de evidências no contrato sobre a metodologia de cálculo utilizada no negócio global, a CVM aceitou, como demonstração justificada para efeito da apuração do preço, documento assinado pelas duas partes do negócio contendo declaração no sentido de que, durante as negociações, as partes concordaram que o preço de aquisição deveria ser baseado em um múltiplo do EBITDA anual da Corporación Sidenor, como é praxe em operações dessa natureza.

48. Ou seja, na ausência de um parâmetro fixado contratualmente ou de uma alocação do Preço de Compra para a controlada cujo controle foi alienado indiretamente, os precedentes reforçam que deve a Ofertante buscar, nos documentos da operação e nas informações disponíveis sobre ela, evidências da metodologia considerada na negociação ou na tomada de decisão com relação ao Preço de Compra. Uma vez verificada tal metodologia, deve ela ser aplicada para a demonstração do preço implicitamente pago pelo controle da companhia controlada.

## VI. CONCLUSÕES, DJP AJUSTADA E PEDIDO.

49. Em vista dos fatos descritos no item V, a Ofertante ajustou a DJP para que esta pudesse refletir o cálculo do montante do Preço de Compra alocado à Companhia no contexto da Transação com base na metodologia de múltiplos de EBITDA, que segundo os documentos da Transação identificados pela Ofertante, corresponde ao parâmetro mais adequado, no julgamento da Ofertante, para cumprir com as regras aplicáveis e determinações da SRE ao longo deste processo de registro da OPA. A DJP preparada segundo tal critério é apresentada anexa a este recurso (“DJP Ajustada”).

50. Esclarecemos que a DJP Ajustada faz uso da mesma metodologia de avaliação considerada pelo conselho de administração da Tronox na aprovação da Transação.

51. Além disso, não há dúvida que se trata de metodologia usualmente aplicada em transações deste tipo e reconhecida, inclusive pela ICVM 361/02, garantindo, portanto, tratamento equitativo aos acionistas minoritários da Companhia.
52. A Ofertante reconhece a complexidade deste caso e o ineditismo dos fatos envolvidos na Transação. A Ofertante também respeita a Decisão expressa por esta d. SRE no Ofício, mas aproveita este Recurso para ponderar alguns fatores e requerer o que segue.
53. A Transação, como já dito, corresponde a um negócio de bilhões de dólares norte-americanos, envolvendo uma ampla gama de jurisdições e uma estrutura societária bastante complexa, cujo Fechamento somente foi possível após um longo período de discussões e da adoção de uma série de atos que possibilitaram o cumprimento de regras antitruste nas jurisdições envolvidas.
54. Neste contexto, embora Alienação Indireta do Controle corresponda a uma parcela ínfima do Negócio adquirido, a impossibilidade da realização da OPA e, conseqüentemente, a conclusão do Negócio com relação aos ativos no Brasil, teria impactos significativos nos negócios das companhias envolvidas.
55. Não se deve esquecer que aqui se trata de uma Companhia com um número limitado de acionistas titulares de ações ordinárias e de uma OPA com um impacto financeiro baixo, se comparado com o valor global da Transação ou dos próprios custos da Ofertante com a realização da OPA.
56. E, cabe reiterar, nenhum acionista destinatário da OPA ou tampouco qualquer acionista minoritário da Companhia questionou o Preço da OPA, a DJP apresentada ou qualquer outro termo e condição apresentado pela Ofertante.
57. A despeito disso, a Ofertante está certa de que a DJP Ajustada representa uma alocação do Preço de Compra adequada e em linha com os precedentes desta d. CVM.
58. Tendo em vista tudo o que foi exposto, a Ofertante solicita, respeitosamente, que este recurso seja recebido com efeito suspensivo, tendo em vista as evidentes e substanciais perdas que poderiam resultar do cumprimento da Decisão da SRE, e para que a SRE reconsidere sua Decisão de indeferir o pedido de registro da OPA, confirmando o registro da OPA com o preço indicado na DJP Ajustada ("Pedido")."

29. A primeira versão da DJP apresentada no âmbito do Recurso, que foi encaminhada junto ao expediente supra, se utilizou de múltiplos EV/EBITDA para, a partir do preço efetivamente pago na Transação, obter o valor empresarial (ou Enterprise Value - EV) da companhia adquirida globalmente e dividir esse valor por uma média de EBITDAs anuais de tal companhia, obtendo-se, assim, o múltiplo a ser utilizado na Tronox Brasil, com base em uma média de seus EBITDAs, para então se obter seu EV e, com os ajustes necessários, o valor atribuído por ação de sua emissão no âmbito da Transação.

30. Não obstante o fato de a metodologia utilizada na versão da DJP apresentada no âmbito do Recurso poder ser aceita no caso concreto, em linha com os precedentes desta Autarquia, o fato é que os EBITDAs utilizados no cálculo dos múltiplos EV/EBITDA tanto da companhia globalmente adquirida, quanto da Tronox Brasil, foram obtidos por meio de médias que se utilizaram de dados realizados anteriormente à Transação, e não de uma visão prospectiva das companhias, que seria a maneira adequada de se proceder, com base no precedente mais recente que se tem sobre o tema, o caso da alienação indireta de controle de CPFL Energias Renováveis S.A.

31. Dessa forma, em 27/04/202, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 106/2020/CVM/SRE/GER-1 (documento 0976226), tecendo os seguintes comentários sobre o Recurso e sobre a DJP encaminhada:



"2. A propósito, em vista do item 58 do Recurso, comunicamos que recepcionamos o pleito em tela com efeito suspensivo, nos termos do item V da Deliberação CVM nº 463/03.

3. No que se refere ao mérito do Recurso, cumpre destacar inicialmente que a Demonstração Justificada de Preço ("DJP") apresentada por meio do expediente supra se utilizou de múltiplos EV/EBITDA para calcular o preço da OPA em função do preço praticado na alienação de controle da Cristal Inorganic Chemicals Netherlands BV ("Companhia Controladora"), controladora indireta da Companhia, metodologia já aceita pela CVM em outras operações dessa natureza, de modo que não seria algo exótico e, a princípio, poderia ser utilizada no caso concreto.

4. Não obstante, a utilização dessa metodologia deve seguir determinadas premissas básicas e orientações já manifestadas pelo Colegiado da CVM. Nesse sentido, destaca-se a conclusão do voto do Presidente da CVM Marcelo Barbosa, acompanhado pelo Colegiado em decisão datada de 02/05/2018, no âmbito do pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações por alienação indireta de controle de CPFL Energias Renováveis S.A.:

"(...)

*Pelo exposto concluiu pelo provimento parcial do recurso de forma a:*

*(i) Reformar a decisão da SRE no que toca à determinação de um patamar de preço mínimo a ser praticado na OPA; e*

*(ii) **Manter a determinação da SRE de que a DJP seja reapresentada com os seguintes ajustes**, a saber: utilização de dados anuais de EBITDA em substituição a trimestrais de modo a evitar distorções decorrentes de efeitos sazonais e incorporação de visão prospectiva das companhias, a fim de refletir as diferenças em suas expectativas de crescimento.(...)" (grifos nossos)*

5. Em linha com a conclusão supra e tendo como base toda a análise e evolução sobre o tema que se deu no âmbito do citado precedente, entendemos que a aquisição de qualquer ativo e o preço a ser pago tem como base expectativa futura dos resultados a serem por ele obtidos, de modo que a utilização de múltiplos EV/EBITDA no caso concreto deve considerar apenas as projeções de EBITDA, mas não dados históricos.

6. Dessa forma, solicitamos que a DJP seja reapresentada com os ajustes necessários de modo a refletir o entendimento supra, devendo se utilizar apenas dos EBITDAs projetados para a Companhia Controladora (de 2017 a 2021) à época do fechamento da transação de alienação de seu controle ("Transação"), informações que constam inclusive da versão da DJP apresentada por meio de expediente protocolado em 23/01/2020, em face dos Ofícios nºs 361/2019 /CVM/SRE/GER-1 e Ofício nº 11/2020/CVM/SRE/GER-1, e que foram suportadas por documentação encaminhada em caráter restrito em 11/11/2019.

7. No que tange aos EBITDAs da Companhia a serem utilizados na DJP, deverão ser realizadas diligências junto à Tronox Brasil para obter as projeções de EBITDAs para os anos de 2017 a 2021 existentes à época da Transação.

8. Destacamos que todas as informações utilizadas no cálculo do preço da OPA por meio da DJP devem ser suportadas por documentação que comprove sua origem e existência à época da Transação, devendo ser encaminhada junto à DJP toda a memória de cálculo que suporte os números apresentados. Adicionalmente, entendemos que o múltiplo EV/EBITDA obtido para a Companhia Controladora com base no valor a ela atribuído no âmbito da Transação deve ser aplicado para a Companhia utilizando-se apenas de seus EBITDAs projetados (2017 a 2021) e de seus dados contábeis mais atualizados à época da Transação (referentes a 30/09/2016), excluindo qualquer outra informação que não tenha sido considerada no preço pago pela Companhia Controladora, como, por exemplo, dados proforma sobre a paralisação da "Mina",

que foram considerados na última versão de DJP encaminhada.

9. Comunicamos também que a DJP a ser apresentada em face do presente Ofício ainda será objeto de análise por parte desta área técnica, de modo que nos manifestaremos tempestivamente sobre sua adequação ou não à regulamentação aplicável, podendo haver, em função dessa análise, a reforma da Decisão ou o encaminhamento do Recurso ao Colegiado da CVM, em até 15 dias úteis, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03.

10. Ademais, cumpre lembrar que a análise dos demais documentos da OPA e dos pedidos de adoção de procedimento diferenciado encontram-se suspensos e serão retomadas quando for superado o tema objeto do Recurso.

11. Por fim, solicitamos que a resposta ao presente Ofício deverá ocorrer até 19/05/2020(...)"

32. Como se depreende do Ofício supra, uma vez que no âmbito do Recurso foi apresentada versão de DJP que, ao contrário de todas as outras que haviam sido apresentadas até então, adotava metodologia que era capaz de fazer uma relação objetiva entre o preço pago de forma global no âmbito da Transação e o valor atribuído à Tronox Brasil, entendemos que, de forma a dar o melhor aproveitamento ao Recurso, conforme previsto pela Deliberação CVM nº 463/03, seria mais produtivo informar ao recorrente que o caminho por ele seguido parecia adequado, porém alguns ajustes necessitavam ser realizados na DJP para que pudéssemos então reformar nossa decisão de indeferimento, do que encaminhar o caso diretamente ao Colegiado da CVM.

33. Em 19/05/2020, foi protocolado expediente (documentos 0995598, 0995599 e 0995605) em face do Ofício nº 106/2020/CVM/SRE/GER-1, apresentando nova versão da DJP com alterações em função das exigências por nós comunicadas, porém com algumas informações que necessitavam de maiores esclarecimentos e se utilizando de EBITDAs projetados (de 2017 a 2021) para a companhia adquirida globalmente que agregavam em seu valor sinergias projetadas para os anos seguintes à implementação da Transação. A DJP apresentada também se utilizou de EBITDAs projetados da Tronox Brasil, projeções essas existentes à época da Transação, obtidas pela administração da Companhia, em linha com o que fora solicitado em nosso último Ofício.

34. Essa premissa adotada na DJP com relação aos EBITDAs da controladora resultou em um múltiplo EV/EBITDA daquela companhia inferior àquele que seria obtido considerando seus EBITDAs projetados em uma base *stand alone* (desconsiderando eventuais sinergias projetadas), o que impactou negativamente o valor atribuído à Companhia na Transação, sendo esse o ponto central a ser enfrentado no presente caso junto ao Colegiado da CVM.

35. Sendo assim, em 01/06/2020, ainda no intuito de dar ao Recurso o melhor aproveitamento, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 127/2020/CVM/SRE/GER-1 (documento 0999294), expondo nosso entendimento sobre o que ainda precisaria ser ajustado na DJP para que pudéssemos reformar nossa decisão de indeferimento do pedido de registro da OPA, nos seguintes termos:

"(...)

2. A propósito, antes de nos manifestarmos definitivamente a respeito do Recurso, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03, e de forma a dar ao feito o melhor aproveitamento e efetividade, nos termos do inciso IV da referida Deliberação, expomos abaixo os ajustes que, em nosso entendimento, devem ser realizados na Demonstração Justificada de Preço apresentada por meio do expediente supra ("DJP"), a fim de que tal documento observe a regulamentação aplicável:

(i) inserir a fonte dos valores atribuídos à "Dívida assumida da Cristal" e "Participações minoritárias da Cristal" e, caso exista, o caminho na rede mundial de computadores onde tais informações encontram-se disponíveis (pág. 11 da DJP);

(ii) esclarecer por qual motivo o valor do caixa da Cristal (conforme definida na DJP) não

foi subtraído para fins do cálculo do Valor Empresarial da referida companhia com base no preço pago na Transação (conforme definida na DJP) e, se for o caso, passar a considerar tal valor no mencionado cálculo (pág. 11 da DJP);

(iii) inserir a fonte completa dos valores atribuídos à "Dívida" e "Caixa" da Cristal Brasil e quais os itens de seu Balanço Patrimonial foram considerados para apurar tais valores (pág. 11 da DJP);

(iv) retificar o cálculo do "Valor Patrimonial" de Cristal Brasil obtido a partir de seu Valor Empresarial, de modo que o valor referente à "Dívida" seja subtraído e o valor referente ao "Caixa" seja somado, aplicando a metodologia financeira de forma correta (pág. 11 da DJP);

(v) alterar os valores referentes ao "EBITDA da Brasil na data de assinatura" para valores em Reais, da forma como foram encaminhados pela Tronox Brasil por e-mail em 07/05/2020, uma vez que os valores atualmente constantes da DJP em dólares não estão compatíveis com os valores repassados pela Companhia em Reais divididos pela taxa de câmbio do fechamento da Transação. Nesse sentido, solicitamos ainda que os valores constantes da tabela "Cálculo do Preço por Ação na OPA" sejam todos convertidos para Reais (pág. 11 da DJP);

**(vi) alterar os dados de EBITDA de 2017 a 2021 da Cristal (coluna "Métrica Cristal" da DJP) para as projeções de EBITDA da referida companhia constantes da apresentação realizada pelo assessor financeiro ao conselho de administração da Tronox em 14/02/2017 sem considerar sinergias (2017: US\$ 338 milhões, 2018: US\$ 409 milhões, 2019: US\$ 376 milhões, 2020: US\$ 452 milhões e 2021: US\$ 510 milhões), uma vez que o preço pago na Transação (US\$ 2.193 milhões) encontra-se dentro da faixa de valor apurado para a Cristal com base em sua projeção de resultados excluindo sinergias (US\$ 2.063 milhões a US\$ 2.795 milhões), conforme se verifica das informações constantes das páginas 6 e 9 da referida apresentação.**

**Sobre esse tema, ainda que o valor pago na Transação tivesse incorporado as sinergias projetadas em tal apresentação, restariam dúvidas sobre o valor das sinergias que seriam relativas à companhia adquirente e à companhia adquirida, além de restar dúvidas sobre a presença de eventuais sinergias referentes à aquisição da Cristal Brasil, uma vez que, como alegado exaustivamente ao longo do processo de análise do pedido de registro da OPA, a companhia brasileira não foi objeto de análise prévia no âmbito da Transação.**

**Ademais, é reconhecido que o valor projetado para sinergias carregam consigo incertezas substanciais com relação à sua efetivação, de modo que não seria razoável e proporcional considerar os EBITDAs projetados da Cristal "inflados" com valores referentes a sinergias incertas e os EBITDAs da Cristal Brasil projetados por sua própria administração independentemente de qualquer fusão ou aquisição de que a companhia viesse a participar.**

**Corroboram com essa visão os seguintes trechos do artigo de autoria de Aswath Damodaran, divulgado em outubro de 2005, intitulado The Value of Synergy (<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>):**

**"(...)**

**Reviewing the evidence, it is clear that markets think that there is potential for synergy at the time of mergers (albeit far less than manager assessments at the same time) but it is also clear that only a small proportion of mergers deliver**



substantial synergy. Both these findings are consistent with the notion that synergy does exist but that it is far more difficult to generate it in practice than it is on paper.

(...)

A Framework for Sharing

If synergy can create significant value under the right conditions in an acquisition, the next question becomes one of determining how this incremental value should be shared between the acquiring firm and target firm stockholders."

**Considerando o acima exposto, entendemos que a utilização dos EBITDAs projetados sem incorporarem sinergias tanto para a Cristal quanto para a Companhia seria a forma mais razoável, proporcional e objetiva de se tratar o presente caso.**

3. Ademais, reiteramos que todas as informações utilizadas no cálculo do preço da OPA por meio da DJP devem ser suportadas por documentação que comprove sua origem e existência à época da Transação, devendo ser encaminhada junto à DJP toda a memória de cálculo que suporte os números apresentados.

4. Comunicamos também que a DJP a ser apresentada em face do presente Ofício ainda será objeto de análise por parte desta área técnica, de modo que nos manifestaremos tempestivamente sobre sua adequação ou não à regulamentação aplicável, podendo haver, em função dessa análise, a reforma da Decisão ou o encaminhamento do Recurso ao Colegiado da CVM, em até 15 dias úteis, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03.

5. Ademais, cumpre lembrar que a análise dos demais documentos da OPA e dos pedidos de adoção de procedimento diferenciado encontram-se suspensos e serão retomadas quando for superado o tema objeto do Recurso.

6. Por fim, solicitamos que a resposta ao presente Ofício deverá ocorrer até 23/06/2020(...)" (grifos nossos)

36. Em 23/06/2020, foi protocolado expediente solicitando prorrogação, por mais 2 dias, do prazo para atendimento ao Ofício nº 127/2020/CVM/SRE/GER-1, o que foi concedido por nós em 24/06/2020, por meio do Ofício nº 151/2020/CVM/SRE/GER-1.

37. Em 25/06/2020, foi então protocolado expediente (documentos 1042374, 1042404 e 1043340) em face do Ofício nº 127/2020/CVM/SRE/GER-1, apresentando nova versão da DJP com ajustes que endereçaram a maioria das questões colocadas por meio do Ofício em questão, porém divergindo do entendimento de que a estimativa de sinergias a serem obtidas após a implementação da Transação não poderiam ser consideradas nos EBITDAs projetados da controladora, essencialmente alegando que tais sinergias foram importantes para a tomada de decisão do adquirente do controle quando do fechamento da operação.

38. Ademais, ao prestar esclarecimentos em face do item 2. (ii) do Ofício em questão, nos foi revelado que valor adicional àquele que havia sido pago no âmbito da Transação em seu fechamento foi pago, em setembro de 2019, pelo adquirente do controle ao alienante, sem que isso tivesse sido comunicado à época em que aconteceu e sem estar refletido na última versão da DJP apresentada.

39. Transcreveremos abaixo as passagens desse último expediente protocolado que se inserem no tema objeto a ser enfrentado por meio do presente Memorando, uma vez que este documento não contará com uma seção específica que trate das alegações do recorrente, tendo em vista que encontram-se expostos nesta seção, de forma bastante detalhada, todos os argumentos apresentados pela Ofertante que se relacionam com tema em questão.

**"(...)2. Item 2 (ii) do Ofício**

*Em atendimento a esta exigência, informamos que conforme estabelecido na Seção 1.06 do Contrato da Transação, datado de 21 de fevereiro de 2017, e apresentado a esta d. CVM em 10 de maio de 2019, com relação à parte em dinheiro da Transação, a Tronox concordou em pagar uma quantia em dinheiro igual a USD 1.673.000.000 mais o Montante do Ajuste Estimado determinado de acordo com a Seção 1.08 (a) (tal valor agregado, a "Contrapartida em Dinheiro"). Conforme estabelecido na Seção 1.08 do Contrato da Transação, antes da Data de Fechamento, a Cristal deve preparar e entregar à Tronox uma Declaração de Fechamento Estimada, na qual a Cristal estimaria o Montante do Ajuste Estimado, se houver, abrangendo o Capital de Giro no Fechamento, Outros Passivos Não Circulantes no Fechamento e Caixa no Fechamento.*

*Conforme estabelecido na Seção 12.03 do Contrato da Transação, o Montante do Ajuste representou um valor igual à soma do: (i) Caixa no Fechamento; (ii) Montante do Ajuste do Capital de Giro; e (iii) o Montante do Ajuste de Outros Passivos Não Circulantes no Fechamento. Com relação ao Montante do Ajuste de Outros Passivos Não Circulantes no Fechamento, o Contrato da Transação previa uma redução do preço se o Passivo Não Circulante no Fechamento fosse superior a USD 280.000.000, e um aumento no preço se o Passivo Não Circulante no Fechamento fosse menos de USD 266.000.000. Se o valor de tais passivos estivesse entre esses valores, não haveria ajuste.*

*No momento da aprovação da Transação, o Conselho de Administração da Tronox considerou todas as informações disponíveis sobre caixa e dívida da Cristal e as avaliações preparadas pelo Credit Suisse que já foram disponibilizadas à CVM em 11 de novembro de 2019. Qualquer caixa ou dívida da Cristal acima ou abaixo do que foi considerado pelo Conselho de Administração da Tronox na aprovação da Transação somente seria verificada mediante o cálculo do Montante do Ajuste Estimado. A exceção foram as dívidas de Tikon (USD 24 milhões), CIC (USD 15 milhões) e projeto de águas residuais Ashtabula (USD 10 milhões), subsidiárias da Cristal, indicadas na nota de rodapé 1 do slide 5 da apresentação do Credit Suisse, que o Conselho de Administração da Tronox já considerou que seria dívida assumida pela Tronox no contexto da Transação.*

*Esclarecemos que, após o Fechamento, não foi possível às partes entrarem em acordo com relação ao ajuste do preço conforme a Seção 1.08 do Contrato da Transação. Embora, de acordo com os cálculos da Cristal do Montante do Ajuste, a Cristal tenha um crédito contra a Tronox no valor de USD 42,302 milhões, de acordo com os cálculos da Tronox do Montante do Ajuste, a Tronox teria um crédito em relação à Cristal no valor de USD 109,381 milhões, conforme detalhado na Planilha anexa (Anexo II). Por fim, tendo em vista que as partes não concordaram com o ajuste, as partes estabeleceram a Seção 1.08 em conjunto com outras questões entre as partes.*

*Em 10 de fevereiro de 2020, a Tronox e a Cristal assinaram um Letter Agreement (Anexo III) para finalmente resolver e liquidar o Montante do Caixa no Fechamento, o Capital de Giro no Fechamento e os Outros Passivos Não Circulantes no Fechamento. Por meio de tal Letter Agreement, as partes concordaram que (i) **o Caixa no Fechamento é o valor do Montante do Caixa Real, já pago pela Tronox à Cristal em ou próximo a 6 de setembro de 2019, em cumprimento à sua obrigação de pagar o Montante do Caixa no Fechamento, de acordo com a Seção 1.06(a)(iii) do Contrato de Transação;** (ii) o Montante do*

*Ajuste do Capital de Giro é igual a zero; (iii) o Montante dos Outros Passivos Não Circulantes no Fechamento é igual a zero. Consequentemente, o Montante do Ajuste Real é igual ao Montante do Caixa Real e nenhum valor é pago pela Tronox ou Cristal à outra Parte, conforme a Seção 1.08(g) do Contrato da Transação. Depois disso, nenhum dinheiro adicional foi pago pela Cristal à Tronox ou pela Tronox à Cristal.*

**É importante ressaltar que o Montante do Caixa Real foi pago em ou próximo a 6 de setembro de 2019, porque havia excesso de caixa que não havia sido considerado na negociação e aprovação da Transação. Depois disso, nenhum dinheiro adicional foi pago pela Cristal à Tronox ou pela Tronox à Cristal.**

(...)

#### **6. Item 2 (vi) do Ofício**

*No Ofício, a SRE também determinou à Ofertante alterar os dados projetados de EBITDA de 2017 a 2021 da Cristal para que as projeções não considerem sinergias, uma vez que, segundo a SRE, o preço pago na Transação estaria dentro da faixa de valor apurado para a Cristal com base em sua projeção de resultados excluindo sinergias.*

*Ocorre que, conforme divulgado no proxy statement protocolado pela Tronox na Securities and Exchange Commission norte-americana em 30 de agosto de 2017, a respeito da assembleia de acionistas que então deliberaria sobre a Transação[2], fica claro que uma das principais razões consideradas pelo Conselho de Administração da Tronox para a aprovação da Transação foram as sinergias esperadas, financeiras ou não (p. 38 do proxy):*

#### ***“Reasons for the Transaction; Recommendation of the Tronox Board of Directors to Approve the Issuance of Class A Shares in the Transaction***

*In reaching its decision to approve the transaction agreement and recommend the approval of the issuance of Class A Shares in connection with the transaction, the Tronox board of directors consulted with Tronox’s management, as well as with Tronox’s legal and financial advisors, and considered a number of factors, including, but not limited to, the following factors as generally supporting its determination and recommendation:*

(...)

- *the complimentary nature of Cristal’s TiO2 assets;*
- *the fact that increased benefits of scale and integration will allow Tronox to be fully integrated, consuming all of its high-grade feedstock internally and allowing mining and feedstock assets to be run at full utilization minimizing Tronox’s costs per ton while maximizing margins;*

(...)

- *the expected synergies of the transaction, including expected pre-tax run-rate synergies of more than \$100 million in year 1 and more than \$200 million in year 3;*
- *the fact that Tronox will have a more geographically balanced sales mix and increased participation in higher growth emerging markets and specialty anatase and ultra-fine markets; (...)*

*Essas sinergias resultavam da integração de múltiplas fontes e diversos ativos em*



diferentes regiões do mundo, incluindo:

- (i) uso do excesso de ilmenita da produção sul-africana da Tronox na produção da Cristal;
- (ii) uso do excesso de ilmenita da Tronox como matéria-prima de alta qualidade para as fábricas da Cristal,
- (iii) direcionamento e maximização do valor da ilmenita na África do Sul e Arábia Saudita, alavancando maiores economias de custo com compra de produtos para fábricas de cloreto;
- (iv) otimização de custos com logística e compartilhamento do excesso de cloreto produzido nas fábricas na Austrália, produzindo produtos em fábricas mais eficientes;
- (v) melhora na produção e qualidade na Arábia Saudita ao trazer o expertise da produção americana;
- (vi) compartilhamento de melhores práticas, know-how e tecnologia na produção de cloreto e otimizando o uso de matérias-primas nessa produção; e
- (vii) redução do número de funções e pessoal dentro da estrutura corporativa e operacional e custos duplicados de pessoal.

A aprovação da Transação foi feita então neste contexto, e o seu sucesso dependia, em parte, de a Tronox ser capaz de realizar e se beneficiar das sinergias esperadas com a Transação, como também revela o proxy statement (p. 21):

***“Tronox may fail to realize all of the anticipated benefits of the transaction, including expected synergies, earnings per share accretion or EBITDA and free cash flow growth and Tronox will be subject to business uncertainties that could adversely affect its business.*”**

*The success of the transaction will depend, in part, on Tronox’s ability to realize anticipated cost synergies, earnings per share accretion or EBITDA and free cash flow growth. Our success in realizing these benefits, and the timing of this realization, depends on the successful integration of our business and operations with Cristal’s TiO2 business. Even if we are able to integrate Cristal’s TiO2 business successfully, this integration may not result in the realization of the full benefits of the transaction that we currently expect within the anticipated time frame or at all.”*

Assim, não é possível dizer que o Conselho de Administração aprovaria a Transação, ou que a aprovaria nos mesmos termos em que foi aprovada, inclusive de preço, caso a Transação não envolvesse as sinergias globalmente identificadas. E assim, nesse contexto de almejavéis sinergias, se deu, no caso concreto, a aprovação da Transação pelo Conselho de Administração.

O fato de o preço final pago na Transação estar situado dentro da faixa de preço indicada no relatório apresentado pelo Credit Suisse com base no fluxo de caixa descontado sem considerar as sinergias, não significa que essas sinergias não tenham sido consideradas ou que elas não foram um fator pelo qual a Transação e o preço final foram aprovados.

Isso porque o preço de uma transação como a que aqui se cuida decorre de múltiplos fatores, financeiros e não financeiros. No caso concreto, decorreu de

*negociações e conversas realizadas durante meses entre representantes da Tronox e da Cristal até que se chegasse a um termo comum. É bom lembrar também que o relatório do Credit Suisse apresenta avaliações do negócio que estava sendo adquirido sob diferentes perspectivas e metodologias de avaliação, das quais o fluxo de caixa desconsiderando sinergias é apenas uma delas.*

*Como também se pode observar do proxy statement, havia diferentes riscos relacionados à Transação, que certamente influenciaram na aprovação do preço pelo Conselho de Administração:*

*There is also the possibility that:*

- the transaction may result in our assuming unexpected liabilities;*
- Tronox may experience difficulties integrating operations and systems, as well as company policies and cultures;*
- Tronox may fail to retain and assimilate employees of Cristal's TiO2 business; and*
- problems may arise in entering new markets in which Tronox has little or no experience.*

*Uncertainty about the effect of the transaction on employees, customers and suppliers may have an adverse effect on Tronox's business. These uncertainties may impair Tronox's ability to attract, retain and motivate key personnel until the transaction is consummated and for a period of time thereafter, and could cause Tronox's customers, suppliers and other business partners to delay or defer certain business decisions or to seek to change existing business relationships with Tronox. The occurrence of any of these events could have a material adverse effect on our operating results, particularly during the period immediately following the closing of the Cristal transaction.*

*Havia, ainda, riscos significativos relacionados à possibilidade de não aprovação da Transação sobre um ponto de vista concorrencial, que posteriormente se mostraram concretos.*

*Por conta de tudo isso, não se pode comparar a faixa indicativa de preço da Cristal numa perspectiva stand alone com o preço efetivamente pago, já que inúmeros outros fatores e riscos relacionados à Transação foram ponderados pelo Conselho de Administração quando aprovou a Transação e o preço.*

*Conseqüentemente, no cálculo do múltiplo de EBITDA pago no contexto da Transação, não se pode excluir ou negar que o preço foi determinado considerando as potenciais sinergias que resultariam da Transação. Comparar o preço pago com os EBITDAs projetados numa base stand alone não seria correto porque produziria um resultado afastado e desconexo dos termos efetivamente negociados e aprovados para a Transação, que é justamente o que se busca numa OPA de tag-along.*

*Para referência, a fim de determinar a avaliação implícita da Companhia na Transação, excluindo as sinergias envolvidas, os múltiplos de EBITDA implícito calculados considerando o EBITDA projetado para o período 2016-2018 da Cristal (disponibilizado na página 5 da apresentação ao Conselho de Administração da Tronox no dia 17 de fevereiro de 2017) são 32,9x, 6,7x e 5,5x, respectivamente. Tendo em vista que os documentos da Transação foram assinados*

*em fevereiro de 2017, se considerado o múltiplo com base no último EBITDA histórico da Cristal sem sinergia (2016), significaria pagar 32,9x o EBITDA, contra 7,4x o EBITDA se levadas em conta as sinergias esperadas à época da assinatura. Para os dois anos seguintes, os múltiplos de EBITDA sem sinergia seriam quase o dobro dos múltiplos com sinergias.*

*De fato, sinergias são um fator relevante em qualquer operação complexa de M&A, particularmente em uma envolvendo duas companhias do mesmo setor. Naturalmente, no exercício dos seus deveres de diligência e no melhor interesse social, é prudente que administradores avaliem o negócio adquirido sob diferentes metodologias, inclusive sem considerar sinergias, de forma a ter uma melhor compreensão do risco e do potencial negativo da Transação caso nenhuma sinergia seja efetivamente alcançada. Porém, no caso concreto, a avaliação da Cristal considerando as sinergias esperadas reflete mais adequadamente o valor negociado e aprovado pelo Conselho da Tronox ao decidir por prosseguir com a Transação.*

*Destaca-se, sobretudo, que o valor total das sinergias identificadas pela Tronox no contexto da Transação foi bastante significativo, totalizando mais de USD 264,7 milhões (slides 10 e 11 do Anexo IV) no EBITDA gerado pelas sinergias em 2020 (terceiro ano).*

*Exemplo de que as sinergias esperadas representavam uma das razões para o preço e a Transação como um todo é o fato de a administração da Tronox ter contratado a KPMG para preparar um relatório para tratar exclusivamente das potenciais sinergias e seus impactos financeiros. A versão final desse relatório foi preparada e apresentada ao Conselho de Administração da Tronox em 30 de janeiro de 2017, pouco antes da aprovação da Transação pelo Conselho (“Relatório KPMG”).*

*Em seu Relatório ao Conselho de Administração, a KPMG indicou que havia fundamentos para USD 200,3 milhões em sinergias com um valor adicional de USD 64,4 milhões de melhorias identificadas e oportunidades adicionais de sinergias.*

*O trabalho da administração da Tronox e o Relatório da KPMG deram ao Conselho confiança e suporte para julgar que as sinergias eram alcançáveis. Com base no auxílio da KPMG, a administração da Tronox, em sua apresentação ao Conselho feita em fevereiro de 2017, indicou sinergias totalizando USD 237 milhões, dentro da faixa de preço entre USD 200,3 milhões e USD 264,7 milhões indicada no Relatório da KPMG.*

*Entretanto, como mostra expressamente o Relatório KPMG (slides 90 e 92 do Anexo IV), esses ganhos de sinergias esperados com a Transação, em especial nas operações e com a racionalização de pessoal dentro da estrutura combinada, não se aplicavam aos ativos no Brasil, inclusive porque a Tronox não possuía pessoal no Brasil à época da Transação.*

*Isso não significa que tenha sido atribuído valor aos ativos no Brasil ou a outros ativos individualmente, já que, como já exposto ao longo deste processo, o preço foi negociado de uma forma global. Contudo, dentro do contexto geral da Transação, o valor dos ativos no Brasil representava uma parcela ínfima do preço, tendo em vista (i) o encerramento da mina de Paraíba, previsto para os anos seguintes à assinatura, e a consequente perda substancial de valor nas vendas de zircônio, (ii) os custos envolvidos com a aquisição de ilmenita bruta aumentariam*



*substancialmente devido à necessidade de aquisição junto a terceiros (incluindo custos de transporte marítimo) e (iiii) os custos significativos que precisariam ser incorridos para a reabilitação da mina.*

*Portanto, esclarecendo o questionamento da SRE, houve, de fato - e o Relatório KPMG e o proxy statement mostram isso -, a incorporação de sinergias na definição do preço pago na Transação. Contudo, essas sinergias estavam relacionadas a outros ativos adquiridos na Transação global e não à aquisição dos ativos da Cristal Brasil, como revela o Relatório.*

*No caso, o uso de EBITDAs projetados da Cristal incorporando as sinergias não tem o efeito de “inflá-los”, mas simplesmente de torná-los comparáveis ao preço pago na Transação para fins do cálculo dos múltiplos de EBITDA que servem de base para o cálculo do preço da OPA de tag-along, que, repita-se, decorre não do que se entende como valor justo da companhia objeto da OPA, porém de um valor “justificado”, calculado sempre com base e tendo como necessário parâmetro o preço pago pelo adquirente do controle.*

*Por isso, no julgamento da Ofertante, no caso concreto, o mais correto é considerar no cálculo do preço pago, tanto diretamente pela Cristal, como indiretamente pela Cristal Brasil, as sinergias comprovadas e levadas em consideração de maneira global pela administração da Tronox na Transação.*

*É importante que fique claro que o resultado de incorporar as sinergias esperadas nas projeções de EBITDA é apenas torná-las confrontáveis com o preço pago. Não se trata aqui, evidentemente, de negar aos acionistas da Cristal Brasil uma parcela do “valor incremental” da aquisição; o que ocorre é que, no contexto da Transação, os estudos e avaliações realizados pela administração e por seus assessores comprovadamente não indicavam haver quaisquer sinergias com as operações da Cristal Brasil que pudessem levar a “valores incrementais” à Transação.*

*Tampouco nos parece correto dizer que a forma de cálculo descrita acima seria contrária aos precedentes da CVM a respeito de OPAs de alienação de controle indireto, uma vez que (1) as características dos casos julgados anteriormente não guardam relação com o caso concreto, já que esta Transação envolveu uma operação global com ativos em diversos países, da qual os ativos no Brasil representavam uma parte muito pequena e sem relevância, fosse de natureza financeira ou estratégica; (2) tal qual nos julgados precedentes, a justificativa aqui apresentada aplica o mesmo critério, o múltiplo de EBITDA pago na Transação, tanto para a Cristal como para a Cristal Brasil, em ambos os casos considerando as sinergias esperadas globais pela adquirente, ainda que, no resultado, o impacto para a Cristal Brasil seja zero, dado que comprovadamente não eram esperadas quaisquer sinergias decorrentes de tais ativos.*

*Por fim, destaca-se que a própria avaliação da participação minoritária à época feita pelo Credit Suisse indicava um montante de \$24 milhões pelos 28% (conforme indicado na página 5 da apresentação ao Conselho de Administração em 14 de fevereiro de 2017) que, convertido pela taxa de câmbio na data da assinatura (3.1159 BRL/US), corresponde a aproximadamente R\$75 milhões pelos 28% dos minoritários e corresponderia a aproximadamente R\$267 milhões pelos 100%, valor muito próximo aos R\$277 milhões calculados de acordo com os múltiplos de EBITDA considerando as sinergias.(...)”*

40. Tendo em vista que, em nosso entendimento, como esclareceremos com maiores detalhes na próxima

seção do presente Memorando, não seria metodologicamente correto, diante das características do presente caso, se utilizar de EBITDAs projetados da controladora que agregem estimativas de sinergias a serem eventualmente obtidas com a implementação da Transação no cálculo dos múltiplos EV/EBITDA a serem utilizados na DJP, decidimos por trazer esse ponto de discordância à apreciação do Colegiado da CVM.

## **II. Nossas Considerações:**

41. Antes de entrarmos efetivamente no ponto a ser enfrentado no presente caso, conforme destacado no parágrafo anterior, cabe pontuar o que prevê a regulamentação aplicável ao tema em tela.

42. A OPA por alienação de controle, ainda que ocorrida indiretamente, é prevista no *caput* e § 1º do art. 254-A da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), nos seguintes termos:

*“Art. 254-A. A alienação, direta ou **indireta**, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.*

*§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou **indireta**, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.”* (grifos nossos)

43. A regra prevista no dispositivo legal supramencionado foi regulamentada por meio do art. 29 da Instrução CVM 361, que assim dispõe em seu *caput* e parágrafo 6º:

*“Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou **indireta**, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.*

*(...)*

*§ 6º **No caso de alienação indireta do controle acionário:***

***I – o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404, de 1976, correspondente à alienação do controle da companhia objeto; e***

***II – a CVM poderá, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto.***” (grifo nosso)

44. Com base no acima exposto, verifica-se que, nos casos em que ocorre a alienação indireta de controle de companhia aberta listada no segmento tradicional de negociação da B3, que é o caso da Tronox Brasil, a OPA por alienação de controle a ser realizada deverá assegurar aos demais acionistas da companhia preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle.

45. Nos casos em que ocorre a alienação indireta de controle, como o valor pago por ação com direito a voto se refere à companhia diretamente alienada, o valor atribuído no bojo dessa alienação à companhia indiretamente alienada necessita ser demonstrado à CVM mediante apresentação do documento denominado Demonstração Justificada de Preço.

46. A CVM, por sua vez, deve "avaliar, como condição para a concessão do registro da OPA, primeiramente, se foi efetivamente apresentada uma demonstração e, em seguida, se essa demonstração pode ser considerada justificada", conforme entendeu a então Diretora Maria Helena Santana no precedente da OPA por alienação indireta de controle de Arcelor Brasil S.A., tratado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-1996, cujo voto foi acompanhado pelo Colegiado da CVM. Tal entendimento foi posteriormente reiterado pelo Presidente Marcelo Barbosa, em sua manifestação de voto no âmbito da OPA por alienação indireta de controle de CPFL Energias Renováveis S.A. (Processo CVM nº 19957.001656/2017-25), também acompanhado pelo Colegiado da CVM, fazendo restar claro que cumpre à CVM "garantir a consistência do processo de cálculo de preço."

47. Dito isso, cumpre mencionar que o tema em tela, qual seja, a consistência de se considerar sinergias esperadas em uma transação na projeção de EBITDAs da companhia adquirida diretamente para fins de comparação com EBITDAs projetados da companhia adquirida indiretamente, salvo melhor juízo, não foi ainda objeto de apreciação pelo Colegiado da CVM, sendo, portanto, inédito.

48. A despeito desse ineditismo, já houve precedentes de alienação indireta de controle cujas DJPs se utilizaram de método similar ao que está sendo utilizado no presente caso, de comparação por múltiplos EV/EBITDA, como nos casos supramencionados de Arcelor Brasil S.A. e CPFL Energias Renováveis S.A., sendo que em tais casos os EBITDAs utilizados tanto para as companhias alienadas diretamente, quanto para as companhias alienadas indiretamente, não consideraram eventuais sinergias que poderiam ser obtidas com a implementação daquelas transações.

49. No caso de Arcelor Brasil S.A., inclusive, essa questão chegou a ser objeto de exigência (que foi atendida) por parte da SRE (OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 519/2007), uma vez que o ofertante daquele caso havia considerado sinergias nos EBITDAs projetados da controladora e da controlada, por entender que tais sinergias explicariam o prêmio de controle pago na operação. A SRE formulou a exigência sobre o tema nos termos abaixo transcritos, tendo como base artigos de especialistas na área de finanças:

"I. Excluir os ajustes de sinergias no EBITDA de Arcelor S.A. e Arcelor Brasil S.A., por integrar o prêmio de controle na aquisição. Cabe ressaltar que restou dúvida sobre este ajuste, **já que a sinergia é vantagem que se obtém após a conclusão do processo de integração das companhias**. Nosso entendimento de excluir tais ajustes encontra respaldo no artigo de Damodaran sobre prêmio de controle intitulado "The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials" e no artigo de Brailsford, intitulado "The Financial and Non-Financial Effects of Corporate Takeovers"." (grifo nosso)

50. Passando a analisar o caso concreto, cumpre primeiramente mencionar que, nos termos da última versão da DJP encaminhada à CVM (documento 1042404), destaca-se a informação de que "Embora a definição do Preço de Compra tenha envolvido vários fatores, financeiros e não financeiros, e tenha sido feita de forma global e macro (e não por meio da soma aritmética dos valores de cada subsidiária ou ativo envolvido), a Ofertante identificou nos documentos da Transação que um critério relevante submetido ao conselho de administração da Tronox como base para a tomada de decisão quanto à aprovação da Transação e do Preço de Compra em nível global foi o critério que leva em consideração múltiplos de seu Ebitda."

51. Na sequência, consta ainda a informação de que "De fato, as apresentações realizadas pela diretoria ao conselho de administração da Tronox em 16 de novembro de 2016 e pelo assessor financeiro ao conselho de administração da Tronox em 14 de fevereiro de 2017, como parte do processo de análise e aprovação da celebração da Transação, revelam que a metodologia de múltiplos Ebitda foi usada como parâmetro relevante para análise da avaliação da Companhia e a aprovação da Transação e do Preço de Compra."

52. Da apresentação realizada pela diretoria ao conselho de administração da Tronox em 16/11/2016, acima mencionada, nos foram encaminhados apenas 2 slides (documento 0878773), um deles contendo projeção de EBITDA e fluxo de caixa descontado da Cristal (controladora) para os anos de 2016 a 2020,



sem considerar sinergias, com uma análise de múltiplos de EBITDA de [REDACTED] a [REDACTED] aplicados para cada um dos EBITDAs projetados, havendo destaque (o valor encontra-se circunscrito em linhas pontilhadas) para o valor empresarial de [REDACTED] que resulta do EBITDA projetado para 2018 [REDACTED] ao se aplicar o múltiplo de [REDACTED]. O outro slide traz um resumo das negociações sobre a Transação havidas até aquele momento e alguns de seus fundamentos, dentre eles a expectativa com relação às sinergias que poderiam ser geradas.

53. No que tange à apresentação realizada pelo assessor financeiro ao conselho de administração da Tronox em 14/02/2017 (documento 0878773), ou seja, pouco antes da assinatura do contrato de compra e venda entre as partes (de 21/02/2017), trata-se de documento composto por 30 slides, que contém uma análise financeira da Cristal (companhia a ser adquirida, chamada de Circle na apresentação), uma análise financeira da Tronox (adquirente do controle, chamada de Triangle na apresentação) e uma análise ilustrativa chamada "tem/recebe", que mostra o resultado da avaliação da Tronox, adicionado ao valor a ser incorporado pela aquisição da Cristal e o valor que poderia ser obtido em sinergias, chegando-se, ao final, a um valor estimado por ação da Tronox após a implementação da operação, comparando-o com o valor por ação dessa companhia em uma perspectiva sem a implementação da Transação, considerando nessa análise 3 cenários de fluxo de caixa descontado (baixo, médio e alto).

54. Porém, o que entendemos ser relevante destacar nessa apresentação encontra-se na parte da avaliação da Cristal, que, ao que tudo indica, embasou o preço pago no âmbito da Transação. Nessa parte da Apresentação, foi feita uma projeção de fluxos de caixa da Cristal, incluindo EBITDAs para os anos de 2017 a 2021 sem considerar sinergias, uma projeção de fluxos de caixa que poderiam ser gerados por sinergias para os anos de 2017 (a partir do 4º trimestre) a 2021, bem como uma análise de valor da Cristal e das sinergias considerando cenários diferentes para taxas de desconto e múltiplos EV/EBITDA.

55. Além disso, foi feita uma análise de empresas selecionadas (comparáveis à Cristal) com base no valor de mercado dessas empresas e em seus múltiplos EV/EBITDA, análise essa que encontrou uma faixa de valores para a Cristal entre [REDACTED] e [REDACTED] e uma análise de transações realizadas tendo como objeto empresas comparáveis à Cristal, envolvendo capacidade produtiva de TiO2 de cada empresa e múltiplos EV/EBITDA implícitos nessas transações, a qual obteve uma faixa de valores para a Cristal entre [REDACTED] e [REDACTED].

56. Toda essa análise foi então consolidada em um único slide da apresentação, onde há a comparação entre o preço que seria pago na Transação [REDACTED] com o resultado das análises elaboradas, quais sejam, (i) análise do fluxo de caixa descontado da Cristal sem sinergias (entre [REDACTED] e [REDACTED]), (ii) análise do fluxo de caixa descontado da Cristal somado às sinergias que poderiam ser obtidas com a implementação da operação (entre [REDACTED] e [REDACTED]), (iii) análise de empresas selecionadas, comparáveis à Cristal (entre [REDACTED] e [REDACTED]) e (iv) análise de transações precedentes envolvendo empresas selecionadas, comparáveis à Cristal (entre [REDACTED] milhões e [REDACTED]).

57. Verifica-se então que, com base nas análises realizadas pelo assessor financeiro da Tronox, as quais teriam sido utilizadas como base na tomada de decisão quanto ao fechamento da Transação, o preço que seria posteriormente praticado em seu âmbito se mostrava vantajoso em quaisquer dos cenários levantados, tendo se encontrado próximo ao limite inferior da faixa de valores encontrada com base na projeção de fluxo de caixa descontado da Cristal sem considerar sinergias. Dessa forma, em uma perspectiva puramente financeira, a Transação parecia se justificar ainda que não houvesse sinergias esperadas para o futuro.

58. Não obstante esse fato, que foi por nós considerado quando comunicamos o entendimento de que não poderiam ser utilizados na DJP os EBITDAs projetados da Cristal com sinergias, a Ofertante alega que as perspectivas existentes à época quanto à geração de sinergias com a implementação da operação foram determinantes para o seu fechamento por parte da Tronox, fazendo menção inclusive ao fato de tais perspectivas terem sido divulgadas "no proxy statement protocolado pela Tronox na Securities and

*Exchange Commission norte-americana em 30 de agosto de 2017, a respeito da assembleia de acionistas que então deliberaria sobre a Transação."*

59. Não há como deixar de reconhecer que a possibilidade de a Transação gerar sinergias ao longo do tempo é algo que pode ter influenciado a decisão da Tronox de forma significativa, porém, é reconhecido que o valor projetado para sinergias carregam consigo incertezas substanciais com relação à sua efetivação. Ademais, quando uma companhia adquire o controle de outra e espera obter sinergias com a implementação da operação, tais sinergias podem se realizar incrementando em parte os fluxos de caixa da companhia adquirente, como também da companhia adquirida.

60. Corroborando com o entendimento supra os seguintes trechos do artigo de autoria de Aswath Damodaran, divulgado em outubro de 2005, intitulado *The Value of Synergy* (<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>), os quais foram utilizados por nós no último Ofício encaminhado à Ofertante:

"(...)

*Reviewing the evidence, it is clear that markets think that there is potential for synergy at the time of mergers (albeit far less than manager assessments at the same time) but it is also clear that only a small proportion of mergers deliver substantial synergy. Both these findings are consistent with the notion that synergy does exist **but that it is far more difficult to generate it in practice than it is on paper.***

(...)

*A Framework for Sharing*

*If synergy can create significant value under the right conditions in an acquisition, the next question becomes one of determining **how this incremental value should be shared between the acquiring firm and target firm stockholders.*** (grifos nossos)

61. Dessa forma, ainda que fizesse sentido considerar para fins da DJP a projeção de EBITDA da Cristal com sinergias, hipótese levantada apenas para fins exemplificativos, haveria dúvidas sobre que fração dessas sinergias seria incorporada aos resultados de cada uma das companhias, Tronox e Cristal, não sendo correto atribuir ao fluxo de caixa futuro da Cristal todo montante projetado em sinergias, considerando ainda que não há qualquer menção nos documentos apresentados à parcela de tais sinergias que seriam incorporadas por tal companhia.

62. Quanto às incertezas que permeiam a questão da projeção de sinergias, fato que, em nosso entendimento, já seria o suficiente para justificar sua desconsideração para fins da DJP, cumpre citar pontos que, segundo informação da própria Ofertante, constaram do *proxy statement* protocolado pela Tronox na Securities and Exchange Commission norte-americana em 30/08/2017, a respeito da assembleia de acionistas que então deliberaria sobre a Transação, os quais demonstram que havia riscos consideráveis com relação à obtenção das sinergias projetadas:

***“Tronox may fail to realize all of the anticipated benefits of the transaction, including expected synergies, earnings per share accretion or EBITDA and free cash flow growth and Tronox will be subject to business uncertainties that could adversely affect its business.***

*The success of the transaction will depend, in part, on Tronox’s ability to realize anticipated cost synergies, earnings per share accretion or EBITDA and free cash flow growth. Our success in realizing these benefits, and the timing of this realization, depends on the successful integration of our business and operations with Cristal’s TiO2 business. Even if we are able to integrate Cristal’s TiO2*

*business successfully, this integration may not result in the realization of the full benefits of the transaction that we currently expect within the anticipated time frame or at all."*

*"There is also the possibility that:*

- the transaction may result in our assuming unexpected liabilities;*
- Tronox may experience difficulties integrating operations and systems, as well as company policies and cultures;*
- Tronox may fail to retain and assimilate employees of Cristal's TiO2 business; and*
- problems may arise in entering new markets in which Tronox has little or no experience.*

*Uncertainty about the effect of the transaction on employees, customers and suppliers may have an adverse effect on Tronox's business. These uncertainties may impair Tronox's ability to attract, retain and motivate key personnel until the transaction is consummated and for a period of time thereafter, and could cause Tronox's customers, suppliers and other business partners to delay or defer certain business decisions or to seek to change existing business relationships with Tronox. The occurrence of any of these events could have a material adverse effect on our operating results, particularly during the period immediately following the closing of the Cristal transaction."*

63. Para além da questão das incertezas inerentes às sinergias, há também que se considerar no presente caso que a Companhia não foi objeto de uma análise no âmbito da Transação, conforme argumentou a Ofertante reiteradamente no curso do presente Processo, de modo que, eventuais sinergias que pudessem existir para a Companhia com a implementação da operação, sequer teriam sido mapeadas.

64. Como exaustivamente mencionado pela Ofertante ao longo de suas manifestações, a Tronox Brasil (antiga Cristal Pigmentos do Brasil S.A.) trata-se de um negócio ínfimo quando comparado aos ativos que foram adquiridos no âmbito da Transação, de modo que, em nosso entendimento, ainda que houvesse sinergias a serem projetadas para a companhia brasileira e que elas pudessem incrementar de forma significativa seus fluxos de caixa, os valores em questão não mereceriam, talvez, maior atenção no âmbito da operação global.

65. Nesse sentido, nos parece desigual o tratamento conferido na DJP de utilizar EBITDAs projetados da companhia adquirida globalmente considerando todas as sinergias projetadas para o negócio e utilizar EBITDAs projetados pela própria companhia brasileira anteriormente ao fechamento da Transação, em uma visão totalmente desvinculada da operação.

66. Mencionamos esse aspecto no último Ofício encaminhado à Ofertante, que nos apresentou um estudo realizado por consultoria contratada previamente ao fechamento da Transação, por meio do qual detalha os ganhos de sinergias que poderiam ser obtidos com a operação considerando diversos aspectos, dentre eles os ganhos que poderiam ser obtidos com a redução da estrutura administrativa de uma das companhias, por haver duplicação, único aspecto no qual a companhia brasileira foi citada e que, como não havia estrutura administrativa da Tronox no Brasil, foi considerada como não apta a produzir sinergias.

67. A despeito do estudo apresentado, entendemos que, dada a já reiterada irrelevância da companhia brasileira para a Transação, não há como garantir que houve um olhar detido nesse estudo sobre possíveis sinergias relacionadas a outros aspectos, além da estrutura administrativa, que poderiam ser obtidas no âmbito da Tronox Brasil, de modo que prevalece a possibilidade de se estar dando tratamento desigual ao se considerar, na DJP, os EBITDAs projetados da Cristal com sinergias e os EBITDAs projetados da



Companhia oriundos de uma visão stand alone, totalmente desvinculada da Transação.

68. Ademais, ainda que a projeção de sinergias possa ser algo relevante para o adquirente do controle, o fato é que tal relevância só existe quando se enxerga a operação na perspectiva deste. Se analisarmos a perspectiva do antigo controlador, irá se verificar que quando aliena suas ações para um terceiro, na prática, ele está abrindo mão dos resultados futuros que obteria via companhia para receber o preço pago por suas ações, resultados esses que seriam gerados na hipótese de não ocorrência da alienação de controle, ou seja, em uma base stand alone.

69. Nesse sentido, quando se tem uma alienação indireta de controle, o acionista da companhia alienada indiretamente, de modo a receber tratamento similar àquele dado ao antigo controlador da companhia alienada diretamente, deveria, em sua perspectiva, receber preço que guarde equivalência similar àquela que está sendo aplicada na companhia controladora com relação aos resultados futuros que seriam por ela obtidos, que estariam, na visão do alienante do controle, desvinculados da implementação da operação.

70. Obviamente, tal lógica só faz sentido quando não há, na operação, uma análise de valor de cada um dos ativos adquiridos em seu âmbito. Nas situações que em há essa análise individualizada por ativo, devem ser levados em conta na análise os preços alocados e/ou negociados entre as partes, conforme já foi esclarecido nos precedentes desta Autarquia.

71. Voltando ao caso concreto, cumpre mencionar que, com base na última versão da DJP apresentada à CVM (documento 1042404), o preço pago na Transação representa um valor atribuído à Cristal de 3 a 3,9 vezes os EBITDAs projetados (de 2017 a 2021), a depender do ano, isso porque tais EBITDAs consideram as sinergias projetadas com a implementação da operação. Se excluíssemos tais sinergias do cálculo, o preço pago na Transação representaria um valor atribuído à Cristal de 4,45 a 6,71 vezes os EBITDAs projetados (de 2017 a 2021), a depender do ano.

72. Vale lembrar que, conforme comentamos no parágrafo 52 acima, na apresentação elaborada pelo assessor financeiro que serviu de base para aprovação da Transação por parte do conselho de administração da Tronox, foram realizados diversos exercícios de avaliação, todos eles indicando múltiplos EV/EBITDA acima de 6, ou seja, totalmente descolado do que consta atualmente na DJP.

73. Cabe lembrar ainda que, conforme mencionamos no parágrafo 19 acima, em 11/11/2019, após conferência telefônica realizada com os assessores jurídicos da Oferta, estes nos enviaram e-mail (documento 0878769), onde foi reiterado que *"o preço de compra previsto no Contrato da Transação ("Preço de Compra") foi determinado de forma global, após série de encontros mantidos entre o Sr. Thomas Casey, Presidente do Conselho e Diretor-Presidente da Tronox à época, e Dr. Talal, fundador da Cristal"* e esclarecido que as *"partes chegaram a um acordo verbal quanto ao Preço de Compra de aproximadamente US\$ 2,1 bilhões, com base em uma projeção de EBITDA da Cristal de aproximadamente US\$ 335 milhões e um múltiplo de aproximadamente 6,5x"*.

74. Ou seja, tudo indica que o múltiplo EV/EBITDA que de fato foi utilizado na determinação do preço pago na Transação foi superior a 6, corroborando a tese de que o mais correto no presente caso seria a adoção, na DJP, das projeções de EBITDA da Cristal sem considerar as sinergias estimadas.

75. Apenas para se ter uma noção do impacto que a desconsideração das sinergias na projeção dos EBITDAs da Cristal teria no preço da Oferta: com base na última versão apresentada da DJP, o preço da OPA seria de R\$ 10,71 por ação, enquanto que fazendo essa desconsideração das sinergias, tal preço subiria para R\$ 16,64 por ação, um acréscimo da ordem de 55%. Tal preço, se convertido para dólares norte americanos à cotação do fechamento da Transação (R\$/US\$ 3,8274), equivaleria a US\$ 4,35, ou seja, valor cerca de 44% inferior ao maior preço que já constou de DJP passadas já apresentadas no presente caso (US\$ 7,80), conforme comentamos no parágrafo 23 acima.

76. Não obstante, ainda que a OPA venha a se realizar a preço inferior ao que já foi proposto pela Ofertante no âmbito do presente Processo, o que é importante aqui é que tal preço seja obtido de forma consistente, independentemente de seu valor.

77. Antes de fecharmos a análise do tema objeto do presente caso, cumpre mencionar que a projeção de fluxos de caixa em uma base stand alone, ou seja, desvinculada dos eventuais impactos que uma operação de fusão ou aquisição que acabou de ser realizada poderia ter nos resultados futuros de uma companhia, é comumente utilizada em laudos de avaliação de OPA que unificam as modalidades por alienação de controle e para cancelamento de registro, pelo fato de, ainda que esse tipo de operação possa implicar em perspectivas futuras de resultados diferentes daquelas que se tinha até então, trata-se apenas de perspectivas, que carregam consigo um alto grau de incertezas, de modo que os avaliadores normalmente analisam a companhia objeto em uma base stand alone.

78. Dito isso, concluímos, considerando todo o acima exposto, que não seria consistente considerar na projeção de EBITDAs da Cristal constante da DJP sinergias esperadas para a Transação, uma vez que:

(i) o preço efetivamente pago em seu âmbito (US\$ 2.193 milhões), segundo as apresentações realizadas ao conselho de administração da Tronox anteriormente ao fechamento da operação, foi obtido com base em projeções que desconsideraram as sinergias que poderiam ser realizadas, bem como foi justificado com base em análises de múltiplos EV/EBITDA sempre acima de 6x;

(ii) a possibilidade de obtenção de sinergias futuras com a implementação da operação, ainda que possa ter sido determinante para o fechamento da Transação, é algo que guarda um grau elevado de incerteza, fato que é corroborado pela teoria de finanças e foi, inclusive, objeto de divulgação por parte da Ofertante no *proxy statement* protocolado pela Tronox na Securities and Exchange Commission norte-americana em 30/08/2017, a respeito da assembleia de acionistas que então deliberaria sobre a Transação;

(iii) ainda que fizesse sentido considerar a possibilidade de obtenção de sinergias na projeção de EBITDA da Cristal, hipótese levantada apenas para fins exemplificativos:

a. haveria dúvidas sobre que fração dessas sinergias seria incorporada aos resultados de cada uma das companhias, Tronox e Cristal, não sendo correto atribuir ao fluxo de caixa futuro da Cristal todo montante projetado em sinergias, considerando ainda que não há qualquer menção nos documentos apresentados à parcela de tais sinergias que seriam incorporadas por tal companhia; e

b. a Tronox Brasil (antiga Cristal Pigmentos do Brasil S.A.) trata-se de um negócio ínfimo quando comparado aos ativos que foram adquiridos no âmbito da Transação, de modo que, em nosso entendimento, ainda que houvesse sinergias a serem projetadas para a companhia brasileira e que elas pudessem incrementar de forma significativa seus fluxos de caixa, os valores em questão não mereceriam, talvez, maior atenção no âmbito da operação global, nos parecendo desigual se utilizar de EBITDAs projetados da companhia adquirida globalmente considerando todas as sinergias projetadas para o negócio e se utilizar de EBITDAs projetados pela própria companhia brasileira anteriormente ao fechamento da Transação, em uma visão totalmente desvinculada da operação.

(iv) como não houve no âmbito da Transação uma análise de valor de cada um dos ativos adquiridos, o acionista da companhia alienada indiretamente, de modo a receber tratamento similar àquele dado ao antigo controlador da companhia alienada diretamente, deveria, em sua perspectiva, receber preço que guarde equivalência similar àquela que está sendo aplicada na companhia controladora com relação aos resultados futuros que seriam por ela obtidos, que estariam, na visão do alienante do controle, desvinculados da implementação da operação.

79. Por fim, cumpre lembrar que, por meio do último expediente protocolado pela Ofertante (documento 1043340), nos foi encaminhada "Letter Agreement", assinada pela Tronox e pela Cristal em 10/02/2020, conforme mencionamos no parágrafo 39 acima, revelando que, após o fechamento da Transação (ocorrido em 10/04/2019), foi paga, em ou próximo de 06/09/2019, quantia adicional pela Tronox à Cristal no âmbito da operação. Dessa forma, seguindo os princípios da regulamentação aplicável, entendemos que tal quantia adicional deve ser incorporada ao preço atribuído à Cristal no âmbito da Transação e ter os

impactos decorrentes disso refletidos na DJP.

### **III. Conclusão:**

80. Diante de todo o exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, salientando que somos favoráveis à reforma da decisão de indeferimento do pedido de registro da OPA por alienação indireta de controle de Tronox Pigmentos do Brasil S.A., antiga Cristal Brasil S.A., com a consequente retomada da análise do pleito de procedimento diferenciado proposto para a Oferta, desde que a DJP sofra as alterações necessárias para: (i) desconsiderar na projeção de EBITDAs da Cristal (de 2017 a 2021) as sinergias esperadas com a Transação; e (ii) considerar no preço pago pela Cristal no âmbito da Transação o valor do pagamento adicional realizado pela Tronox ao antigo controlador posteriormente ao fechamento da operação.

[1] *"Conforme previsto no 2º Aditivo, as Ações Tronox objeto do Pagamento em Ações foram depositadas como lastro em um programa de recibos de depósito de ações (depository receipts) criado especificamente para a Vendedora para fins de dar cumprimento a determinadas obrigações de lock-up acordadas na Transação. Os recibos de depósito não são registrados ou listados em qualquer bolsa de valores, não são atualmente elegíveis à custódia na DTC e não se espera que nenhum mercado de negociação desse ativo se forme."*

[2] *"Disponível em [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1530804/000156761917001809/s001559x7\\_defm14a.htm#t50](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1530804/000156761917001809/s001559x7_defm14a.htm#t50)."*

Atenciosamente,

ELDEMAR VILLAR DE ALMEIDA

Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros-1

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

Atenciosamente,

LUIS MIGUEL R. SONO

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.



ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Eldemar Villar de Almeida, Analista**, em 17/07/2020, às 16:18, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 17/07/2020, às 16:21, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro**, em 17/07/2020, às 17:40, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 17/07/2020, às 22:58, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Referência: Processo nº 19957.005411/2019-39

Documento SEI nº 1054137